

BAB I

PENDAHULUAN

A. Penegasan Judul

Sebagai kerangka awal guna mendapatkan gambaran yang jelas dan memudahkan dalam memahami skripsi ini. Maka perlu adanya uraian terhadap penegasan arti dan makna dari beberapa istilah yang terkait dengan tujuan skripsi ini. Dengan penegasan tersebut diharapkan tidak akan terjadi kesalah pahaman terhadap pemaknaan judul dari beberapa istilah yang digunakan, disamping itu langkah ini merupakan proses penekanan terhadap pokok permasalahan yang akan dibahas. Adapun judul skripsi ini adalah **Analisis Dampak Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap *Abnormal Return* Saham Syariah Dalam Perspektif Ekonomi Islam (Studi pada Perusahaan Akuisitor yang Terdaftar di Daftar Efek Syariah (DES) Tahun 2011-2015).**

Untuk menghindari berbagai macam tafsiran judul di atas, maka terlebih dahulu penyusun akan menjelaskan beberapa istilah yang terdapat pada judul tersebut:

1. Analisis adalah penguraian suatu pokok atas berbagai bagiannya dan penelaahan atas bagian itu sendiri serta hubungan antar bagian untuk memperoleh pengertian yang tepat dan pemahaman arti keseluruhan.¹
2. Dampak adalah benturan, pengaruh yang mendatangkan akibat baik positif maupun negatif. Pengaruh adalah suatu keadaan dimana ada

¹ Tim Penyusun Kamus Pusat Pembinaan dan Pengembangan Bahasa, *Kamus Besar Bahasa Indonesia*, Perum Balai Pustaka, Jakarta, 1995, hlm. 32.

hubungan timbal balik atau hubungan sebab akibat antara apa yang mempengaruhi dengan apa yang dipengaruhi.²

3. Pengumuman adalah surat yang berisi pemberitahuan kepada orang banyak yang perlu diketahui oleh siapa saja yang berkepentingan sesuai dengan isi pengumuman itu. Pengumuman biasanya dipasang di papan pengumuman, surat kabar, atau di tempat-tempat umum.³
4. Merger adalah salah satu strategi restrukturisasi perusahaan dengan cara penggabungan dua perusahaan atau lebih menjadi satu perusahaan dimana hanya satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum, dan yang lainnya membubarkan diri.⁴
5. Akuisisi adalah penggabungan usaha dimana salah satu perusahaan, yaitu pengakuisisi memperoleh kendali atas aktiva netto dan operasi perusahaan yang diakuisisi, dengan memberikan aktiva tertentu, mengakui suatu kewajiban, atau mengeluarkan saham.⁵
6. Return adalah pengembalian investasi dari suatu investasi yang ditanamkan. Besarnya return saham menjadi salah satu alasan untuk investor dalam mendukung pengambilan keputusan.⁶
7. Saham Syariah adalah bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang memenuhi kriteria tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah, dan tidak termasuk saham yang memiliki hak-hak istimewa.⁷

² <http://kbbi.web.id/dampak>, diakses pada 20 Februari 2016

³ Lamuddin Finoza, *Aneka Surat, Statuta, Laporan, dan Proposal*, Jakarta: Diksi Insan Mulia, 2001, hlm. 106.

⁴ Kamaludin, dkk., *Restrukturisasi Merger dan Akuisisi*, Bandung: Mandar Maju, 2015, hlm. 39.

⁵ PSAK No. 2 paragraf 8 tahun 1999.

⁶ Irham Fahmi, *Rahasia Saham dan Obligasi*, Bandung: Alfabeta, 2013. hlm. 41.

8. Perspektif adalah suatu kumpulan atau asumsi maupun keyakinan tentang sesuatu hal.⁸
9. Ekonomi Islam adalah suatu cabang Ilmu pengetahuan yang berupaya untuk memandang, menganalisis dan akhirnya menyelesaikan permasalahan-permasalahan ekonomi dengan cara-cara yang islami.⁹

Berdasarkan penjelasan diatas, dapat diperjelas kembali bahwa pembahasan skripsi ini adalah suatu penelitian ilmiah dalam bidang ekonomi khususnya manajemen strategi perusahaan. Dalam hal ini terkait dengan strategi merger dan akuisisi perusahaan merupakan suatu strategi penggabungan dua usaha atau lebih dengan tujuan untuk ekspansi atau restrukturisasi perusahaan yang akan berdampak pada perolehan laba dan return saham perusahaan. Untuk itu, maksud dari penelitian ini adalah suatu penelitian untuk membahas secara mendalam mengenai pengaruh pengumuman aktivitas merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan akuisitor terhadap return saham yang diukur menggunakan abnormal return.

B. Alasan Memilih Judul

1. Secara Objektif
 - a. Merger dan akuisisi merupakan strategi restrukturisasi yang sering digunakan perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan. Aktivitas ini dilakukan untuk menghasilkan lebih banyak keuntungan

⁷ Fatwa DSN Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 Tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal.

⁸ Yusuf Qhardawi. *Fikih Zakah Muassasat Ar-risalah* Beirut Libanan. Cet II 1408H/1998 terjemahan Didin Hafifudin. hlm 1.

⁹ P3EI. *Ekonomi Islam*. Jakarta: Rajawali Pers, 2011, hlm 17.

(*profit*) dan untuk meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham, baik melalui harga saham yang meningkat maupun dengan return sahamnya. Dalam prakteknya, perusahaan yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi diharuskan untuk melakukan notifikasi baik kepada Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Komisi Pengawas Persaingan Usaha (KPPU) maupun kepada publik. Adanya notifikasi ini secara tidak langsung akan menimbulkan gejolak di pasar saham. Pasar saham akan cenderung bereaksi ketika suatu informasi keluar dari suatu perusahaan. Reaksi pasar saham ini dapat berupa reaksi positif maupun negatif.

- b. Dalam ekonomi Islam semua aspek ekonomi telah diatur berlandaskan al-Quran dan al-Hadist, diantaranya berkaitan dengan sistem perkongsian (*syirkah*) maupun keterbukaan informasi (transparansi). Bagaimana perusahaan yang melakukan suatu perkongsian atau syirkah dapat memberikan informasi yang benar kepada mitranya sehingga menghindari adanya kecurangan dan aktivitas yang bersifat gharar.

2. Secara Subjektif

- a. Pokok bahasan skripsi ini sesuai berdasarkan jurusan yaitu Ekonomi Islam pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam IAIN Raden Intan Lampung, yang merupakan suatu kajian keilmuan yang berkaitan dengan manajemen strategi pada perusahaan.

- b. Penulis optimis dapat menyelesaikan skripsi ini karena tersedianya sumber dari literatur yang tersedia di perpustakaan ataupun sumber lainnya seperti jurnal, artikel dan data yang diperlukan.

C. Latar Belakang Masalah

Perubahan yang signifikan dalam lingkungan bisnis, seperti globalisasi, deregulasi, kemajuan teknologi dan telekomunikasi, serta fragmentasi pasar telah menciptakan persaingan ketat perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor yang sama maupun berbeda. Respon yang ditunjukkan masing-masing perusahaan pun juga beragam. Ada yang memilih *resources* pada suatu segmen tertentu yang lebih kecil, ada juga yang bertahan dengan apa yang telah dilakukan selama ini, ada juga yang menggabungkan diri menjadi satu perusahaan besar dalam satu industri.

Perusahaan harus memiliki konsep strategis yang cocok untuk diterapkan pada saat menghadapi situasional yang cenderung rumit, dimana perusahaan harus mengambil keputusan strategis yang berdampak pada peningkatan efisiensi dan efektivitas setiap lini manajerial dalam perusahaan. Untuk itu, perusahaan perlu mengembangkan suatu strategi yang tepat agar perusahaan bisa mempertahankan eksistensinya dan memperbaiki kinerjanya. Salah satu usaha untuk menjadi perusahaan yang besar dan kuat adalah melalui ekspansi. Ekspansi perusahaan dapat dilakukan baik dalam bentuk ekspansi internal maupun ekspansi eksternal. Ekspansi internal biasa dilakukan dalam bentuk pengembangan unit usaha, perluasan area pemasaran, inovasi produk dan aspek lain yang dikembangkan dari dalam perusahaan

sendiri. Sedangkan ekspansi eksternal dapat dilakukan dalam bentuk penggabungan usaha baik melalui merger maupun akuisisi.¹⁰

Merger merupakan suatu proses penggabungan dua perusahaan atau lebih dan hanya satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum, dan yang lainnya membubarkan diri.¹¹ Sementara itu akuisisi didefinisikan sebagai pengambilalihan kontrol kepemilikan dan pengelolaan satu perusahaan dengan perusahaan yang lainnya.¹² Atau dapat diartikan pula sebagai pembelian aset atau saham perusahaan lain dan para pemegang saham perusahaan target (*target firm*) berhenti menjadi pemilik perusahaan.

Islam sebagai agama yang komprehensif dan universal juga telah memberikan aturan yang cukup jelas, tidak hanya pada urusan ibadah tetapi juga dalam urusan muamalah. Merger dan akuisisi secara tidak langsung juga dijelaskan dalam Al-Quran, dengan istilah “syirkah” atau pengkongsian. Allah berfirman dalam Q.S. Shaad ayat 24, sebagai berikut:

...وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَى بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ ءَامَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ ...

¹⁰ Payamta dan Doddy Setiawan dalam Budi Prasetyo. Skripsi, *Analisis Kinerja Perusahaan Manufaktur Sebelum dan Sesudah Melakukan Merger dan Akuisisi Di BEI*, UMS, 2008, hlm. 1.

¹¹ Kamaludin, dkk., *Restrukturisasi Merger dan Akuisisi*, Loc.Cit.

¹² Brian Coyle, *Mergers And Acquisitons*. Catenbury, United Kingdom: CIB Publishing, 2000. hlm. 2.

*Dan Sesungguhnya kebanyakan dari orang-orang yang berserikat itu sebahagian mereka berbuat zalim kepada sebahagian yang lain, kecuali orang-orang yang beriman dan mengerjakan amal yang saleh;*¹³

Istilah "merger" dan "akuisisi" sering digunakan secara bergantian dalam banyak studi. Meskipun pengertiannya berlainan, merger dan akuisisi pada prinsipnya sama yaitu membicarakan tentang penggabungan usaha (*business combination*), sehingga kedua istilah ini sering dibicarakan secara bersama, karena itu dapat dipertukarkan (*interchangeable*).¹⁴

Merger dan akuisisi merupakan strategi yang lazim ditemui dalam dunia bisnis. Aksi ini pada dasarnya dilakukan sebagai upaya untuk melakukan ekspansi perusahaan yang berimplikasi pada penciptaan nilai bagi para pemegang saham maupun stakeholder.¹⁵ Merger dan akusisi merupakan strategi yang cenderung kompleks dan menantang untuk dijalankan para eksekutif puncak. Selain itu, merger dan akuisisi juga harus dikelola secara efektif, dimulai dengan pemilihan perusahaan sasaran yang tepat untuk diakuisisi hingga pengendalian pasca melakukan merger dan akuisisi.¹⁶

Aktivitas merger dan akuisisi di Indonesia sebenarnya sudah dikenal sejak awal berlakunya Undang-Undang Nomor 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas. Namun, secara praktis merger dan akuisisi mulai banyak dilakukan perusahaan di Indonesia pada tahun 2000-an. Secara kuantitas,

¹³ Departemen Agama RI, *Al-Qur'an Dan Terjemahnya*, Jawa Barat: Diponegoro, 2006, QS Shaad (38) : 24, hlm. 363.

¹⁴ Ma, Pagan dan Chu. *Abnormal Return to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets*. International Journal of Business, Vol. 14, No. 3, 2009. hlm. 238.

¹⁵ Kamaludin, dkk., *Op.Cit.* hlm. 16-19.

¹⁶ Micheal A. Hit, dkk. *Merger dan Akuisisi*, Jakarta: Murai Kencana, 2000, hlm. 3.

aktivitas merger dan akuisisi pada tahun 2010 hingga 2015 sangat banyak dilakukan perusahaan-perusahaan di Indonesia baik BUMN maupun swasta, hal ini dikarenakan seiring dengan semakin populernya istilah merger dan akuisisi itu sendiri di kalangan pelaku usaha. Komisi Pengawas Persaingan Usaha (KPPU) mencatat gelombang merger dan akuisisi selama lima tahun terakhir, sebagai berikut.

Tabel 1.1

Data Jumlah Merger dan Akuisisi di Indonesia

Tahun	Jumlah Merger dan Akuisisi
2011	42
2012	35
2013	69
2014	59
2015	51

Sumber: KPPU (data diolah tahun 2016)

Pada tabel 1.1 menunjukkan banyaknya aktivitas merger dan akuisisi di Indonesia. Tercatat sebanyak 246 aktivitas merger dan akuisisi dilakukan dalam waktu lima tahun terakhir. Banyaknya aktivitas merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan-perusahaan BUMN maupun swasta di Indonesia, menempatkan Indonesia sebagai salah satu negara dengan aktivitas merger dan akuisisi terbanyak setelah Singapura di kawasan Asia Tenggara.¹⁷ Jianyu Ma, José A. Pagán, dan Yun Chuc dalam penelitiannya yang berjudul *Abnormal Return to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets*,

¹⁷ Komisi Pengawas Persaingan Usaha, "Merger di Asia Tenggara", *Kompetisi*, Edisi 24, 2010. hlm. 21.

meneliti bagaimana *abnormal return* kepada pemegang saham perusahaan penawar sekitar hari merger dan akuisisi pengumuman selama sepuluh pasar Asia yang sedang berkembang: Cina, India, Hong Kong, Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, Korea Selatan, Taiwan, dan Thailand. Menggunakan sampel dari 1.477 penawaran merger dan akuisisi di pasar Asia sepuluh negara berkembang. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa investor menuai keuntungan keuangan yang terkait dengan transaksi merger dan akuisisi penawar, pertumbuhan eksternal melalui merger dan akuisisi meningkat oleh karena itu aktivitas ini sangat dianjurkan untuk manajer.¹⁸

Dalam prosesnya, untuk mempertimbangkan kekhawatiran adanya praktik monopoli dan atau persaingan usaha tidak sehat yang diakibatkan oleh aktivitas merger/akuisisi, pada tahun 2009 Komisi Pengawas Persaingan Usaha (KPPU) mengeluarkan Peraturan Komisi Pengawas Persaingan Usaha Nomor 1 Tahun 2009 tentang Pra-Notifikasi Penggabungan, Peleburan, dan Pengambilalihan.¹⁹

Dalam Peraturan Presiden (PP) No. 57 tahun 2010 tentang Penggabungan Usaha, ditetapkan bahwa Penggabungan Badan Usaha, Peleburan Badan Usaha, atau Pengambilalihan saham perusahaan lain yang berakibat nilai aset dan/atau nilai penjualannya melebihi jumlah tertentu wajib diberitahukan secara tertulis kepada Komisi paling lama 30 (tiga puluh) hari kerja sejak tanggal telah berlaku efektif secara yuridis Penggabungan

¹⁸ Ma, Pagan dan Chu. *Abnormal Return to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets*. International Journal of Business, Vol. 14, No. 3, 2009. hlm. 238.

¹⁹ Baca selengkapnya pada Peraturan KPPU No. 1 tahun 2009 tentang 1 Tahun 2009 tentang Pra-Notifikasi Penggabungan, Peleburan, dan Pengambilalihan.

Badan Usaha, Peleburan Badan Usaha, atau Pengambilalihan saham perusahaan.²⁰

Hal ini sejalan dengan peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan Informasi atau Fakta Material Oleh Emiten atau Perusahaan Publik yang merupakan revisi dari Keputusan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam LK) No. Kep-86/PM/1996 tentang Keterbukaan Informasi yang Harus Segera Diumumkan Kepada Publik. Peraturan ini menyatakan bahwa emiten atau perusahaan publik wajib menyampaikan laporan informasi atau fakta material kepada Bapepam LK (saat ini menjadi Otoritas Jasa Keuangan) dan melakukan pengumuman informasi atau fakta material kepada masyarakat.²¹

Menyampaikan informasi atau amanat dalam Islam juga diatur dalam Q.S An-Nisa ayat 58, sebagai berikut.

﴿ إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تُؤَدُّوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا ... ﴾

Sesungguhnya Allah menyuruh kamu menyampaikan amanat kepada yang berhak menerimanya.....²²

Ayat di atas menyatakan secara tegas bahwa Allah SWT menegaskan umat manusia untuk menyampaikan amanat atau informasi kepada yang berhak menerimanya. Dalam perusahaan, orang yang berhak menerima suatu

²⁰ Pasal 5 (1) PP No. 57 tahun 2010 tentang Penggabungan Usaha.

²¹ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik.

²² Departemen Agama RI, *Al-Qur'an Dan Terjemahnya*, Jawa Barat: Diponegoro, 2006, QS an-Nisa (4): 58, hlm. 69.

informasi disebut dengan stakeholder. Stakeholder merupakan para pihak, lintas pelaku, atau pihak-pihak yang terkait dengan isu dan permasalahan yang sedang diangkat. Freeman (1984) yang mendefinisikan stakeholder sebagai kelompok atau individu yang dapat memengaruhi dan atau dipengaruhi oleh suatu pencapaian tujuan perusahaan. Stakeholder dalam perusahaan terdiri dari para pemegang saham (investor), manajemen, karyawan, mitra usaha, pemerintah, akademisi hingga masyarakat.²³

Informasi mengenai merger dan akuisisi yang notabene sebagai salah satu bentuk *corporate action*, akan berdampak langsung terhadap harga saham. Investor yang banyak mempelajari dampak suatu peristiwa terhadap harga saham akan bertindak cepat dalam mengambil keputusan jual atau beli saham begitu peristiwa serupa terjadi.²⁴ Tingkat permintaan dan penawaran pada suatu perusahaan yang baru saja melakukan merger dan akuisisi akan memberikan pengaruh terhadap perusahaan lain yang terkait pada sektor yang sama dan selanjutnya akan terefleksikan ke dalam harga saham perusahaan dan harga pada indeks saham tersebut.

Para pelaku pasar modal akan mengevaluasi setiap pengumuman yang diterbitkan oleh emiten, sehingga hal tersebut akan menyebabkan beberapa perubahan pada transaksi perdagangan saham, misalnya adanya perubahan pada volume perdagangan saham, perubahan pada harga saham, *bid/ask spread*, proporsi kepemilikan, dan lain-lain. Hal ini mengindikasikan bahwa

²³ Atika Jauhari Hatta, *Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder*. JAAI Vol. 6 No. 2, 2002.

²⁴ Muhamad Samsul, *Pasar Modal & Manajemen Portofolio*, Surabaya: Erlangga, 2006. hlm. 274

pengumuman yang masuk ke pasar memiliki kandungan informasi, sehingga direaksi oleh para pelaku di pasar modal. Suatu pengumuman memiliki kandungan informasi jika pada saat transaksi perdagangan terjadi, terdapat perubahan terutama perubahan harga saham.²⁵

Dalam konsep keuangan korporat, ada banyak motif dan alasan perusahaan memutuskan untuk menempuh strategi merger dan akuisisi. Akan tetapi, hanya ada satu alasan besar mengapa perusahaan penawar memutuskan untuk mengimplementasikan strategi-strategi tersebut, yaitu untuk menghasilkan lebih banyak keuntungan (*profit*) dan untuk meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham, baik melalui deviden yang dibagikan maupun melalui harga saham yang meningkat begitu pula dengan return sahamnya.²⁶

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi yang ditanamkan dari suatu perusahaan.²⁷ Ketika perusahaan melakukan *corporate action*, maka secara tidak langsung akan berdampak pada return yang diterima investor. Investor selalu menggunakan tolak ukur “*return*” untuk mengetahui dampak dari terjadinya suatu peristiwa, yaitu dengan membandingkan antara harga saat ini dengan harga sebelumnya. Khusus dalam studi peristiwa yang mempelajari “peristiwa spesifik”, tolak ukur return yang digunakan adalah *abnormal return*.²⁸

²⁵ Jogiyanto H.M. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE Universitas Gajah Mada, 2000, hlm. 301.

²⁶ Kamaludin, dkk., *Op.Cit.* hlm. 1.

²⁷ Jogiyanto H.M. *Op.Cit.* hlm. 107.

²⁸ Muhamad Samsul, *Op.Cit.* hlm. 275.

Meskipun populer dan penting baik bagi perusahaan besar maupun kecil, banyak akuisisi yang tidak menghasilkan keuntungan financial seperti yang diharapkan atau diinginkan oleh perusahaan pengakuisisi.²⁹ Bahkan mayoritas dari transaksi merger dan akuisisi sering mengalami kegagalan.³⁰

Suatu penelitian yang dilakukan oleh pakar ekonomi keuangan ternama, Micheal Jensen, menunjukkan bahwa para pemegang saham perusahaan terakuisisi sering mendapatkan keuntungan (*return*) di atas rata-rata dari suatu akuisisi, tetapi di lain sisi para pemegang saham perusahaan pengakuisisi mendapatkan keuntungan (*return*) rata-rata mendekati nol.³¹

Pricewaterhouse Coopers LLP baru-baru ini juga meneliti merger dan menemukan bahwa saham pengakuisisi rata-rata 3,7% lebih rendah daripada kelompok industrinya setahun kemudian. *Majalah Business Week dan Wall Street Journal* melakukan kajian terhadap merger dan menyimpulkan bahwa separuhnya menghasilkan pembelian negatif bagi para pemegang saham. Investor Warren Buffett pernah mengatakan bahwa “harga pembelian saham yang terlalu tinggi untuk sebuah perusahaan yang bagus bisa memiliki pengaruh buruk terhadap perkembangan bisnis yang menguntungkan dalam satu dasawarsa berikutnya.” Riset menunjukkan bahwa 20 persen dari seluruh merger dan akuisisi berhasil, sekitar 60 persennya memberikan hasil yang mengecewakan, dan 20 persen sisanya gagal total.³²

²⁹ Micheal A. Hit, dkk., *Op.Cit.* hlm. 3.

³⁰ Rezki Anindhito. *Merger, Akuisisi dan Inovasi*, Jakarta: Jala Permata Aksara, 2015, hlm. 3.

³¹ Micheal A. Hit, dkk., *Op.Cit.* hlm. 3.

³² J.A Schmidt. “*Business Perspective on Mergers and Acquisitions*” Dalam Fred R. David. *Manajemen Strategis: Konsep*. Buku 1. Jakarta: Salemba Empat. 2009. hlm. 290.

Saham syariah merupakan salah satu instrumen pilihan dalam investasi di Bursa Efek Indonesia (BEI). Saham syariah yang dikelompokkan dalam Daftar Efek Syariah (DES) memiliki dua kelompok indeks, yaitu Jakarta Islamic Indeks (JII) dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Indeks syariah, tercatat memiliki tingkat retrun yang relatif sama dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Dalam beberapa tahun terakhir, tercatat return indeks syariah sebagai berikut.

Tabel 1.2

Data Return ISSI dan IHSG Tahun 2012-2015

Tahun	Return	
	ISSI	IHSG
2012	0,15666	0,12943
2013	-0,00889	-0,00984
2014	0,17349	0,22291
2015	-0,13981	-0,12128

Sumber: Data Historical Bursa Efek Indonesia

Dari data yang dipublis Komisi Pengawas Persaingan Usaha (KPPU), hingga tahun 2015 sedikitnya ada 44 aktivitas merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan yang masuk dalam kelompok Daftar Efek Syariah (DES).³³ Hal ini juga mengindikasikan bahwa terdapat gejolak di pasar saham

³³ Lihat pada publikasi Komisi Pengawas Persaingan Usahan (KPPU) tentang merger dan akuisisi, dapat dilihat di <http://www.kppu.go.id/id/merger-dan-akuisisi/>

syariah ketika perusahaan yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah (DES) melakukan merger dan akuisisi.

Berdasarkan latar belakang di atas menarik untuk diteliti dan dianalisis lebih lanjut terkait pengaruh pengumuman merger dan akuisisi pada perusahaan akuisitor terhadap return saham syariah dengan mengangkat judul penelitian **“Analisis Dampak Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap *Abnormal Return* Saham Syariah (Studi pada Perusahaan Akuisitor yang Terdaftar pada Daftar Efek Syariah tahun 2011-2015).**

D. Rumusan Masalah

Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

- a. Apakah terdapat perbedaan *abnormal return* saham sebelum dan setelah pengumuman merger dan akuisisi pada saham perusahaan akuisitor yang terdaftar di Daftar Efek Syariah?
- b. Bagaimana pandangan Ekonomi Islam terhadap pengumuman merger dan akuisisi pada perusahaan publik?

E. Tujuan dan Manfaat Penelitian

1. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dalam penelitian ini adalah:

- a. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *abnormal return* saham sebelum dan setelah pengumuman merger dan akuisisi pada saham perusahaan akuisitor yang terdaftar di Daftar Efek Syariah.
- b. Untuk mengetahui bagaimana pandangan Ekonomi Islam terhadap pengumuman merger dan akuisisi pada perusahaan publik.

2. Manfaat Penelitian

- a. Secara teoritis hasil penelitian ini memberikan wawasan mengenai aktivitas merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan dan pengaruhnya terhadap return saham. Selain itu, hasil penelitian ini juga dapat memberikan sumbangan pemikiran dan menambah literatur mengenai hal tersebut bagi lingkungan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam IAIN Raden Intan Lampung, khususnya jurusan Ekonomi Islam.
- b. Secara praktis hasil penelitian ini dapat bermanfaat bagi investor, manajer perusahaan, dan masyarakat umum terkait dengan pemahaman terhadap strategi merger dan akuisisi pada perusahaan. Serta pengaruhnya terhadap return saham perusahaan akuisitor (pengakuisisi). Sehingga para stakeholder khususnya investor dan manajer perusahaan dapat menjadikan hasil penelitian ini sebagai masukan dan dasar pertimbangan dalam pengambilan keputusan.

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Pasar Modal Syariah

1. Pengertian dan Dasar Hukum Pasar Modal Syariah

Secara sederhana, pasar modal syariah dapat diartikan sebagai pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah dalam kegiatan transaksi ekonomi dan terlepas dari hal-hal yang dilarang seperti: riba, perjudian, spekulasi dan lain-lain.³⁴

Pasar modal syariah adalah pasar modal yang seluruh kegiatannya dan jenis efek yang diperdagangkannya telah sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Adapun yang dimaksud dengan efek syariah adalah efek sebagaimana dimaksud dalam peraturan perundang-undangan dibidang pasar modal yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah.³⁵

Dari beberapa pengertian di atas, dapat disimpulkan bahwa pengertian pasar modal syariah adalah pasar modal yang dalam penerapan kegiatan usaha dan transaksinya berdasarkan pada prinsip-prinsip syariah.

Dalam ajaran Islam, kegiatan investasi dapat dikategorikan sebagai kegiatan ekonomi yang termasuk ke dalam kegiatan muamalah, yaitu suatu kegiatan yang mengatur hubungan antar manusia dengan manusia lainnya.

Sementara itu dalam kaidah fiqhiyah disebutkan bahwa hukum asal dari

³⁴ Tjiptono Darmaji dan M. Fakhruddin, *Pasar Modal di Indonesia*, Salemba Empat, Jakarta 2011, hlm.183.

³⁵ Mardani, *Aspek Hukum Lembaga Keuangan Syariah di Indonesia*, Jakarta: Kencana, 2015, hlm.134.

kegiatan muamalah adalah mubah (boleh), kecuali yang jelas ada larangannya dalam al Qur'an dan Al Hadits. Ini berarti bahwa ketika suatu kegiatan muamalah baru muncul dan belum dikenal, maka kegiatan tersebut dianggap dapat diterima kecuali terdapat indikasi dari al Qur'an dan hadits yang melarangnya secara implisit maupun eksplisit. Konsep inilah yang menjadi prinsip pasar modal syariah di Indonesia.

Allah swt. telah berfirman dalam QS Al-Baqarah ayat 275, sebagai berikut:

... وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا ...

..., Padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba,³⁶

Dalam ayat di atas dijelaskan bahwa Allah swt. sesungguhnya telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Begitupun dengan pasar modal syariah, jual beli kepemilikan yang dilakukan diperbolehkan, kecuali ada unsure riba yang diharamkan. Dalam QS An-Nisaa' ayat 29, Allah swt. juga telah menghalalkan jual beli, sengerai berikut:

يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ

رَحِيمًا ﴿٢٩﴾

Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang Berlaku dengan suka sama-suka di antara kamu. dan janganlah kamu

³⁶ QS. Al-Baqarah ayat 275

*membunuh dirimu; Sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu.*³⁷

2. Prinsip-prinsip Pasar Modal Syariah

Terdapat beberapa prinsip dasar transaksi menurut syariah dalam investasi keuangan yang ditawarkan menurut Puntjowinoto, sebagaimana dikutip oleh Prof. Dr. Abdul Ghafur Anshari sebagai berikut:³⁸

- a. Transaksi dilakukan atas harta yang memberi nilai manfaat dan menghindari setiap transaksi yang dzalim. Setiap transaksi yang memberi manfaat akan dilakukan dengan bagi hasil.
- b. Uang sebagai alat penukaran, bukan komoditas perdagangan di mana fungsinya adalah sebagai alat pertukaran nilai yang menggambarkan daya beli suatu barang atau harta. Adapun manfaat atau keuntungan yang ditimbulkannya berdasarkan asas pemakaian barang atau harga yang dibeli dengan uang tersebut.
- c. Setiap transaksi harus transparan, tidak menimbulkan kerugian atau unsur penipuan di salah satu pihak baik secara sengaja maupun tidak sengaja.
- d. Risiko yang mungkin timbul harus dikelola sehingga tidak menimbulkan risiko yang besar atau melebihi kemampuan menanggung risiko.
- e. Dalam Islam setiap transaksi yang mengharapkan hasil harus bersedia menanggung risiko.

³⁷ QS An-Nisaa' ayat 29

³⁸ *Ibid*, hlm.135.

- f. Manajemen yang tidak menanggung unsur spekulatif dan menghormati hak asasi manusia serta menjaga kelestarian lingkungan hidup.

Selain itu, dalam kegiatannya pasar modal syariah juga harus terhindar dari hal-hal yang diharamkan dalam Islam, seperti:

- a. *Tadlis* (penipuan).
- b. *Taghrir* (spekulasi/ketidakpastian dan ketidakjelasan barang yang ditransaksikan).
- c. Riba (bunga).
- d. *Maisir* (unsur judi).

3. Instrumen Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah secara khusus memperjualbelikan efek syariah, antara lain:³⁹

- a. Saham Syariah (Daftar Efek Syariah)
- b. Obligasi Syariah (Sukuk)
- c. Reksadana Syariah
- d. Efek Beragun Aset Syariah
- e. Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (*Right Issue*)
- f. Warran Syariah

4. Tujuan Pasar Modal Syariah

Guna memenuhi kebutuhan jaman yang semakin berkembang sebagai negara hukum, pemerintah Indonesia mengaktifkan beroperasinya

³⁹ Andri Soemitra, *Bank & Lembaga Keuangan Syariah*, Jakarta: Kencana, 2012, hlm. 133-154.

pasar modal dengan tujuan untuk lebih memacu laju pertumbuhan ekonomi nasional. Upaya tersebut dilandaskan oleh adanya kebutuhan dana pembangunan yang semakin meningkat. Dengan demikian melalui pasar modal, dunia usaha akan dapat memperoleh sebagian atau seluruh pembiayaan di perlukan. Selain itu, juga dimaksudkan untuk meratakan hasil-hasil pembangunan melalui kepemilikan saham-saham perusahaan serta penyediaan lapangan kerja dan pemerataan kesempatan usaha.

5. Saham Syariah

Saham Syariah adalah bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang memenuhi kriteria tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah, dan tidak termasuk saham yang memiliki hak-hak istimewa.⁴⁰ Saham syariah merupakan bagian dari investasi etis yang mengalami perkembangan di berbagai negara baik di negara-negara maju maupun negara berkembang dan negara dengan penduduk mayoritas muslim. Saham syariah merupakan manifestasi dari pengembangan ajaran Islam dalam bidang muamalat yang dikemas dalam praktek perdagangan modern. Aspek kehalalan dalam obyek bisnis maupun keuangan menjadi dasar yang harus dipenuhi oleh kalangan emiten. Obyek halal tersebut merupakan doktrin mendasar yang dirujuk pada al-Quran dan as-Sunnah.⁴¹

⁴⁰ Fatwa DSN Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 Tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal.

⁴¹ Hanafi, Disertasi, *Investasi Islam: Peran Deviden dan Utang sebagai Mekanisme untuk Mengurangi Konflik Keagenan antara Pemegang Saham Mayoritas dengan Minoritas*, Yogyakarta: UII, 2010, hlm. 40.

Saham didefinisikan sebagai surat berharga yang mempresentasikan penyertaan modal ke dalam suatu perusahaan. Sementara dalam prinsip syariah, penyertaan modal dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang tidak melanggar prinsip-prinsip syariah, seperti bidang perjudian, riba, memproduksi barang yang diharamkan seperti minuman berakohol, rokok, dll. Penyertaan modal dalam bentuk saham yang dilakukan pada suatu perusahaan yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan prinsip syariah dapat dilakukan berdasarkan akad *musyarakah* dan *mudharabah*. Akad *musyarakah* umumnya dilakukan pada saham perusahaan privat, sedangkan akad *mudharabah* umumnya dilakukan pada saham perusahaan publik.⁴²

Di Indonesia, prinsip-prinsip penyertaan modal secara syariah tidak diwujudkan dalam bentuk saham syariah maupun non-syariah, melainkan berupa pembentukan indeks saham yang memenuhi prinsip-prinsip syariah. Dalam hal ini di Bursa Efek Indonesia (BEI) terdapat Jakarta Islamic Indeks (JII) dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), yaitu kumpulan saham-saham yang memenuhi kriteria syariah. ISSI ditetapkan oleh Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) yang digambarkan ke dalam Daftar Efek Syariah (DES).⁴³

6. Daftar Efek Syariah

Daftar Efek Syariah (DES) adalah kumpulan efek yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal, yang

⁴² Andri Soemitra, *Bank & Lembaga Keuangan Syariah, Op.Cit*, hlm. 138.

⁴³ *Ibid.* hlm. 139

ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) atau pihak yang mendapat persetujuan dari OJK. DES tersebut merupakan panduan investasi bagi Reksa Dana Syariah dalam menempatkan dana kelolaannya serta juga dapat dipergunakan oleh investor yang mempunyai keinginan untuk berinvestasi pada portofolio Efek Syariah.⁴⁴

Efek syariah adalah efek yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah yang didasarkan atas ajaran Islam yang penetapannya dilakukan oleh DSN-MUI dalam bentuk fatwa. Secara umum ketentuan penerbitan efek syariah haruslah sesuai dengan prinsip syariah di pasar modal. Prinsip-prinsip syariah di pasar modal berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), baik fatwa DSN-MUI yang ditetapkan dalam peraturan OJK maupun fatwa DSN-MUI yang telah diterbitkan sebelum ditetapkannya peraturan OJK.⁴⁵

Daftar Efek Syariah yang diterbitkan OJK saat ini dapat dikategorikan menjadi 2 jenis yaitu:⁴⁶

a. DES Periodik

DES Periodik merupakan DES yang diterbitkan secara berkala yaitu pada akhir Mei dan November setiap tahunnya. DES Periodik pertama kali diterbitkan Bapepam-LK pada tahun 2007.

⁴⁴ <http://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/daftar-efek-syariah/default/> diakses pada 18 Mei 2016.

⁴⁵ Andri Soemitra, *Op.Cit.* hlm. 133.

⁴⁶ Otoritas Jasa Keuangan, *Op.Cit.*

b. DES Insidentil

DES insidentil merupakan DES yang diterbitkan tidak secara berkala. DES Insidentil diterbitkan antara lain yaitu:

- 1) Penetapan saham yang memenuhi kriteria efek syariah bersamaan dengan efektifnya pernyataan pendaftaran emiten yang melakukan penawaran umum perdana atau pernyataan pendaftaran perusahaan publik.
- 2) Penetapan saham emiten atau perusahaan publik yang memenuhi kriteria efek syariah berdasarkan laporan keuangan berkala yang disampaikan kepada OJK setelah Surat Keputusan DES secara periodik ditetapkan.

Berdasarkan pada Peraturan Bapepam dan LK Nomor: II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah ditetapkan bahwa efek yang dapat dimuat dalam Daftar Efek Syariah meliputi:⁴⁷

- a. Surat berharga syariah yang diterbitkan oleh Negara Republik Indonesia;
- b. Efek yang diterbitkan oleh emiten atau perusahaan publik yang menyatakan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaan usahanya dilakukan berdasarkan prinsip syariah sebagaimana tertuang dalam anggaran dasar;
- c. Sukuk yang diterbitkan oleh emiten termasuk obligasi syariah yang telah diterbitkan oleh emiten sebelum ditetapkannya peraturan ini;

⁴⁷ Peraturan Bapepam dan LK No. II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah.

- d. Saham Reksa Dana Syariah;
- e. Unit Penyertaan Kontrak Investasi Kolektif Reksa Dana Syariah;
- f. Efek Beragun Aset Syariah;
- g. Efek berupa saham, termasuk Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) syariah dan Waran syariah, yang diterbitkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik yang tidak menyatakan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaan usahanya dilakukan berdasarkan prinsip syariah, sepanjang Emiten atau Perusahaan Publik tersebut:
 - 1) Tidak melakukan kegiatan usaha sebagaimana dimaksud dalam angka 1 huruf b Peraturan Nomor IX.A.13;
 - 2) Memenuhi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:
 - a) Total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total asset tidak lebih dari 45% (empat puluh lima persen);
 - b) Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10% (sepuluh persen);
- h. Efek Syariah yang memenuhi Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal yang diterbitkan oleh lembaga internasional dimana Pemerintah Indonesia menjadi salah satu anggotanya; dan
- i. Efek Syariah lainnya.

B. Merger dan Akuisisi

1. Pengertian Merger

Merger adalah salah satu strategi restrukturisasi perusahaan dengan cara penggabungan dua perusahaan atau lebih menjadi satu perusahaan. Dalam arti luas adalah pengambilalihan perusahaan dari satu perusahaan oleh perusahaan lain ketika urusan masing-masing perusahaan dibawa dan dikelola secara bersama-sama. Sedangkan dalam arti sempit, dua perusahaan dengan ukuran yang relatif sama melakukan penyatuan sumberdaya dalam satu bisnis. Definisi lain adalah penggabungan dua perusahaan atau lebih dan hanya satu perusahaan tetap hidup sebagai badan hukum, dan yang lainnya membubarkan diri.⁴⁸ Jadi, merger terjadi manakala dua organisasi yang berukuran kurang lebih sama bersatu untuk membangun satu unit usaha.⁴⁹

Dalam Undang-undang No. 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, merger atau penggabungan didefinisikan sebagai perbuatan hukum yang dilakukan oleh satu perseroan atau lebih untuk menggabungkan diri dengan perseroan lain yang telah ada yang mengakibatkan aktiva dan pasiva dari perseroan yang menggabungkan diri beralih karena hukum kepada perseroan yang menerima penggabungan dan selanjutnya status badan hukum perseroan yang menggabungkan diri berakhir karena hukum.⁵⁰

⁴⁸ Kamaludin, dkk., *Op.Cit.* hlm. 39.

⁴⁹ Fred R. David, *Op.Cit.* hlm. 286.

⁵⁰ UU No. 7 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas

2. Pengertian Akuisisi

Akuisisi adalah suatu penggabungan usaha dimana salah satu perusahaan, yaitu pengakuisisi memperoleh kendali atas aktiva netto dan operasi perusahaan yang diakuisisi, dengan memberikan aktiva tertentu, mengakui suatu kewajiban, atau mengeluarkan saham.⁵¹

Akuisisi adalah upaya pengambilalihan kepemilikan suatu perusahaan oleh perusahaan lain yang dilakukan dengan cara membeli sebagian atau seluruh saham perusahaan, dimana perusahaan yang diambil alih tetap memiliki badan hukum sendiri dan dengan maksud untuk meningkatkan pertumbuhan usaha. Akusisi juga dapat diartikan sebagai pembelian suatu perusahaan oleh perusahaan lain, atau oleh kelompok investor.⁵²

Akuisisi atau pengambilalihan dapat diartikan pula sebagai perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambil alih saham Perseroan yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas perseroan tersebut.⁵³

3. Tujuan dan Motif Merger dan Akuisisi

Tujuan langsung suatu akuisisi adalah (pembuktian diri atas) pertumbuhan dan ekspansi aset perusahaan, penjualan dan pangsa pasar pihak pengakuisisi. Akan tetapi semua itu merupakan tujuan jangka menengah. Tujuan yang lebih mendasar adalah pengembangan kekayaan para pemegang saham melalui akusisi yang ditujukan pada pengaksesan

⁵¹ PSAK No. 2 paragraf 8 tahun 1999.

⁵² Kamaludin, dkk., *Op.Cit.* hlm. 16.

⁵³ UU No. 7 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas

atau pembuatan penciptaan keunggulan kompetitif yang dapat diandalkan bagi perusahaan pengakuisisi. Dalam teori keuangan modern, memaksimalkan kekayaan pemegang saham dianggap sebagai kriteria rasional untuk investasi dan keputusan finansial yang dibuat oleh para manajer.⁵⁴

Tetapi memaksimalkan kekayaan para pemegang saham dapat diganti dengan mengejar kepentingan pribadi para manajer pembuat keputusan tersebut. Menurut teori utilitas manajerial, merger dan akuisisi dapat didorong oleh ego atau keinginan manajerial akan kekuasaan, atau hak istimewa yang sesuai dengan ukuran perusahaan.⁵⁵

Adapun motif merger dan akuisisi dapat dilihat dari berbagai perspektif, mulai dari perspektif memaksimalkan kekayaan pemegang saham, perspektif manajerial, perspektif ekonomis, perspektif sinergis, perspektif diversifikasi, dan perspektif non-ekonomi.⁵⁶

a. Perspektif Memaksimalkan Kekayaan Pemegang Saham

Dalam perspektif neoklasik ini, semua keputusan perusahaan termasuk akuisisi, dibuat dengan tujuan memaksimalkan kekayaan pemegang saham perusahaan. Hal ini berarti bahwa peningkatan *cash flow* yang datang dari keputusan akuisisi, jika dipotong pada rata-rata potongan yang sesuai, harus memberikan nilai positif terhadap nilai bersih saat ini (*net present value*).⁵⁷ Dengan akuisisi, kriteria

⁵⁴ P. S. Sudarsanam, *Op.Cit.* hlm. 5.

⁵⁵ *Ibid.*

⁵⁶ Kamaludin, dkk., *Op.Cit.* hlm. 18.

⁵⁷ P.S. Sudarsanam, *Merger dan Akuisisi*, Yogyakarta: Andi, 1999, hlm. 16.

pemaksimalan kekayaan para pemegang saham dipenuhi jika nilai tambah yang diciptakan oleh akuisisi melampaui harga akuisisi.

b. Perspektif Manajerial

Manajemen dapat menjadi sangat persuasif terhadap besar nilai akuisisi dan potensinya bagi peningkatan kekayaan para pemegang saham. Adapun alasan-alasan para manajer melakukan merger dan akuisisi yaitu:

- 1) Sebagai upaya untuk memperbesar ukuran perusahaan (*size*) karena penghasilan, bonus, status, dan kekuasaan mereka merupakan suatu fungsi dari ukuran perusahaan (*sindrom empire building*).
- 2) Sebagai langkah menyusun kemampuan manajerial yang saat ini belum digunakan secara maksimal (motivasi pemenuhan diri).
- 3) Sebagai strategi untuk mengurangi resiko, meminimalkan tekanan biaya finansial, dan meminimumkan potensi kebangkrutan (motivasi keamanan pekerjaan).
- 4) Sebagai cara untuk menghindari terjadinya pengambilalihan.⁵⁸

c. Perspektif Ekonomis

Dalam praktik bisnis yang sehat, pertimbangan ekonomis adalah motif yang paling banyak dan paling rasional. Implementasi perspektif ekonomis berpandangan bahwa dengan melakukan akuisisi,

⁵⁸ *Ibid.* hlm. 19.

maka perusahaan akan mampu menciptakan nilai baru (*value creation*) baik bagi perusahaan maupun bagi pemegang saham.⁵⁹

d. Perspektif Nilai Sinergis

Sinergi merupakan nilai keseluruhan perusahaan setelah dilakukan merger dan akuisisi yang lebih besar daripada penjumlahan dari nilai masing-masing perusahaan sebelum merger dan akuisisi. Sinergi akan menghasilkan efek yang lebih besar dibandingkan dengan penjumlahan aktivitas-aktivitas perusahaan jika mereka bekerja sendiri, yaitu melalui kombinasi aktivitas secara simultan dari kekuatan atau elemen-elemen perusahaan yang bergabung.⁶⁰

e. Perspektif Diversifikasi

Perspektif diversifikasi adalah strategi pemberagaman bisnis yang bisa dilakukan melalui merger dan akuisisi/ yujuan disversifikasi adalah untuk mendukung aktivitas bisnis dan operasi perusahaan sebagai upaya untuk mengamankan posisi bersaing.⁶¹

f. Perspektif Non-Ekonomi

Aktivitas merger dan akuisisi terkadang dilakukan bukan untuk perspektif ekonomi saja, tetapi juga untuk kepentingan yang bersifat non-ekonomi, seperti tujuan prestise dan ambisi. Motif ini

⁵⁹ E. Tandelilin, *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*, Kanisius, Yogyakarta, 2010,

⁶⁰ Kamaludin, dkk., *Op.Cit.* hlm. 18.

⁶¹ Husnan, 1998, dalam Kamaludin, dkk, *Restrukturisasi Merger dan Akuisisi*, Bandung: Mandar Maju, 2015, hlm. 18.

dapat berasal dari manajemen perusahaan, atau bahkan dari pemilik perusahaan.⁶²

4. Informasi Merger dan Akuisisi

Informasi mengenai merger dan akuisisi yang notabene sebagai salah satu bentuk *corporate action*, akan berdampak langsung terhadap harga saham. Investor yang banyak mempelajari dampak suatu peristiwa terhadap harga saham akan bertindak cepat dalam mengambil keputusan jual atau beli saham begitu peristiwa serupa terjadi.⁶³ Tingkat permintaan dan penawaran pada suatu perusahaan yang baru saja melakukan merger dan akuisisi akan memberikan pengaruh terhadap perusahaan lain yang terkait pada sektor yang sama dan selanjutnya akan terefleksikan ke dalam harga saham perusahaan dan harga pada indeks saham tersebut.

Pengumuman merger dan akuisisi wajib dilakukan perusahaan karena pada dasarnya memuat kandungan informasi yang dapat menjadi dasar pertimbangan investor dalam hal pengambilan keputusan. Hal ini dalam istilah akuntansi disebut dengan *Full Disclosure Principle* yaitu prinsip yang menyatakan bahwa perusahaan wajib memberikan informasi kepada pihak-pihak yang berkepentingan mengenai keadaan perusahaan. Didalam pengungkapan semua informasi harus diungkapkan termasuk informasi kuantitatif maupun komponen kualitatif.⁶⁴ Pengumuman merger dan akuisisi juga merupakan bentuk *timely disclosure* yaitu keterbukaan

⁶² Kamaludin, dkk., *Loc. Cit.*

⁶³ Muhamad Samsul, *Op. Cit.* hlm. 274.

⁶⁴ Online, <http://www.landasanteori.com/2015/10/pengertian-pengungkapan-dalam-akuntansi.html> diakses pada 15 Juli 2016.

informasi karena terjadi peristiwa penting dan laporannya harus disampaikan tepat waktu.

Dalam rangka meningkatkan kualitas keterbukaan oleh emiten atau perusahaan publik khususnya terkait dengan informasi atau fakta material pada aktivitas perusahaan, pada tanggal 16 Desember 2015, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menetapkan peraturan nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan Atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik. Dalam peraturannya, emiten atau perusahaan public wajib menyampaikan laporan informasi atau fakta material kepada OJK dan melakukan informasi atau fakta material kepada masyarakat. Penyampaian laporan dan pengumuman tersebut harus dilakukan sesegera mungkin yaitu paling lambat pada akhir hari kerja kedua setelah terdapatnya informasi atau fakta material. Adapun informasi yang wajib disampaikan atau diumumkan minimal memuat sebagai berikut.⁶⁵

- a. Tanggal kejadian peristiwa;
- b. Jenis informasi atau fakta material;
- c. Uraian informasi atau fakta material
- d. Dampak kejadian informasi atau fakta material

5. Merger dan Akuisisi dalam Islam

Merger dan akuisisi merupakan bentuk perkongsian dalam hal kerja sama dan kepemilikan atas suatu perusahaan. Bentuk perkongsian dalam Islam disebut dengan *syirkah*. *Syirkah* merupakan akad kerja sama

⁶⁵ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik

antara dua pihak atau lebih untuk suatu usaha tertentu, dimana masing-masing pihak memberikan kontribusi dengan kesepakatan bahwa keuangan dan resiko ditanggung bersama.⁶⁶

Syirkah atau perkongsian dalam Islam hukumnya dipernolehkan atau disyari'atkan berdasarkan al-Quran, al-Hadist dan *ijma'* kaum muslimin. Allah swt berfirman dalam Q.S Shaad ayat 24 sebagai berikut.

وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَى بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ

*Dan sesungguhnya kebanyakan dari orang-orang yang berserikat itu sebahagian mereka berbuat zhalim kepada sebagian yang lain, kecuali orang-orang yang beriman dan mengerjakan amal shalih.*⁶⁷

Istilah merger dan akuisisi merupakan bentuk perkongsian dimana perusahaan melakukan ekspansi melalui penggabungan dan pengambilalihan atas kepemilikan perusahaan lain. Hal ini berarti dalam merger dan akuisisi juga melibatkan transaksi jual beli atas kepemilikan perusahaan. Dalam Islam hal ini juga telah diatur dalam Q.S An-Nisa ayat 29 sebagai berikut.

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ

⁶⁶ Syafi'I Antonio, *Bank Syariah Dari Teori Ke Praktek*, Jakarta: Gema Insani, 2001, hlm.90.

⁶⁷ Q.S Shaad ayat 24.

*"Hai orang yang beriman! Janganlah kalian memakan (mengambil) harta orang lain secara batil, kecuali jika berupa perdagangan yang dilandasi atas sukarela di antara kalian"*⁶⁸

Ibnu Qudamah dalam al-Mughni juga berpendapat mengenai bentuk perkongsian seperti merger dan akuisisi, sebagai berikut.

وَإِنْ اشْتَرَى أَحَدُ الشَّرِيكَيْنِ حِصَّةَ شَرِيكِهِ جَائِزٌ لَّأَنَّهُ يَشْتَرِي مِلْكَ غَيْرِهِ

*"Jika salah satu pihak dari dua pihak yang bermitra yang bermitra membeli bagian mitranya dalam kemitraan tersebut, hukumnya boleh, karena ia membeli hak milik orang lain."*⁶⁹

C. Return Saham

1. Definisi Return Saham

Return merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinteraksi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor dalam menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya.⁷⁰

Komposisi perhitungan return saham terdiri dari capital gain (loss) dan deviden. *Capital gain (loss)* merupakan selisih laba atau rugi yang dialami oleh investor pemegang saham, karena harga saham relatif lebih tinggi atau lebih rendah dibandingkan dengan harga sebelumnya. Sedangkan deviden merupakan bagian dari laba perusahaan yang dibagikan pada periode tertentu sesuai dengan keputusan manajemen.

⁶⁸ Q.S An-Nisa ayat 29.

⁶⁹ Pendapat Ibnu Qudamah dalam al-Mughni, Juz V, hlm 56, dalam Fatwa DSN No. 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek.

⁷⁰ Eduardus Tandelilin, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Edisi Pertama, Yogyakarta: BPFE Yogyakarta, 2001, hlm.47.

Para investor membeli saham berarti membeli saham perusahaan. Bila prospek perusahaan membaik maka harga saham tersebut akan meningkat. Dengan naiknya harga saham tersebut maka diharapkan return saham juga akan mengalami kenaikan karena return saham merupakan selisih harga antara harga saham sekarang dikurangi dengan harga saham sebelumnya.

Harga saham yang dapat merefleksikan return yang diterima investor banyak dipengaruhi oleh peristiwa-peristiwa yang terjadi. Peristiwa *corporate action* seperti split, right issue, waran, saham deviden, penggabungan usaha, mempunyai pengaruh terhadap harga saham tetapi lamban.⁷¹

Jogiyanto (2015) mendefinisikan return sebagai hasil yang diperoleh dari investasi. Return dapat berupa return realisasian yang sudah terjadi atau return ekspektasian yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang.⁷²

a. Return Realisasi

Return realisasi (*realized return*) merupakan return yang telah terjadi. Return realisasi dihitung menggunakan data historis. Return realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. Return realisasi atau return histori

⁷¹ Muhamad Samsul, *Op.Cit.*, hlm.274.

⁷² Jogiyanto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Kesepuluh, Yogyakarta: BPFE UGM, 2015, hlm. 263.

ini juga berguna sebagai dasar penentuan return ekspektasi (*expected return*) dan risiko di masa mendatang.⁷³

Beberapa pengukuran return realisasi yang banyak digunakan adalah return total (*total return*), relative return (return relative), kumulatif return (return cumulative) dan return disesuaikan (adjusted return).

Return saham yang diukur menggunakan return total, dapat dinyatakan sebagai berikut⁷⁴:

$$\text{Return Saham} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

Notasi:

P_t = Harga saham i pada periode t

P_{t-1} = Harga saham i pada periode t-1

D_t = Dividen pada periode t

Sedangkan untuk melihat besarnya *capital gain* atau *capital loss* dari suatu saham, yang didapatkan dari selisih dari harga investasi sekarang relative dengan harga periode yang lalu, dapat dinyatakan sebagai berikut ini.⁷⁵

$$\text{Return} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Jika harga investasi sekarang (P_t) lebih tinggi dari harga investasi periode lalu (P_{t-1}), ini berarti terjadi keuntungan modal

⁷³ *Ibid.*

⁷⁴ *Ibid.* hlm. 265.

⁷⁵ *Ibid.* hlm. 264.

(*capital gain*), jika sebaliknya maka terjadi kerugian modal (*capital loss*).

b. Return Ekspektasi

Return ekspektasi (*expected return*) adalah return yang diharapkan akan diperoleh investor di masa mendatang. Berbeda dengan return realisasi yang sifatnya sudah terjadi, return ekspektasi sifatnya belum terjadi. Return ekspektasi digunakan untuk pengambilan keputusan investasi. Return ini penting dibandingkan dengan return historis karena return ekspektasi merupakan return yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan.

Return ekspektasi merupakan return yang harus diestimasi. Brown dan Warner dalam Jogiyanto (2015) mengestimasi return ekspektasi menggunakan tiga model estimasi yaitu: *mean-adjusted return model*, *market model return* dan *market-adjusted return*.

1) *Mean Adjusted Return*

Pada model *Mean Adjusted Return*, return ekspektasi bernilai konstan sama dengan rata-rata return realisasi sebelumnya selama periode estimasi. Model ini menganggap jika suatu pasar efisien dan return saham berbeda-beda secara random di seputar nilai sebenarnya.⁷⁶ Return yang diharapkan dihitung dengan cara membagi return realisasi suatu perusahaan pada periode estimasi dengan lamanya periode estimasi.

⁷⁶ Megawati dan Yulius, *Pengaruh Pengungkapan Corporate Sosial Responsibility Terhadap Abnormal Return*. Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol. 13. No. 1, 2011, hlm. 27.

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t1}^{t2} R_{i,j}}{T}$$

Notasi:

$E[R_{i,t}]$ = Return ekspektasi sekuritas ke-I pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,j}$ = Return realisasi sekuritas ke-I pada periode estimasi ke-j

T = Lamanya periode estimasi, yaitu dari t1 sampai t2

2) *Market Model Return*

Perhitungan return ekspektasi dengan model pasar (*market model*) ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu (1) membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi return ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:⁷⁷

$$R_{i,j} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mj} + \varepsilon_{i,j}$$

Notasi:

$R_{i,j}$ = Return realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

α_i = Intercept untuk sekuritas ke-i

β_i = Koefisien slope yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i

R_{Mj} = Return indeks pasar pada pada periode estimasi ke-j

⁷⁷ Jogiyanto, *Op.Cit*, hlm. 653.

ϵ_{ij} = Kesalahan residu sekuritas ke-I pada periode estimasi ke-j.

3) *Market-Adjusted Return Model*

Model *market adjusted return* menganggap bahwa praduga yang terbaik untuk mengestimasi return saham adalah return indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk memberntuk model estimasinya, karena return saham yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar.⁷⁸ Jadi, pada model ini return ekspektasi dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut.

$$E[R_{i,t}] = \frac{\text{Indeks Pasar}_{(t)} - \text{Indeks Pasar}_{(t-1)}}{\text{Indeks Pasar}_{(t-1)}}$$

Notasi:

$E[R_{i,t}]$ = Return ekspektasi saham i pada periode peristiwa ke-t

$\text{Indeks Pasar}_{(t)}$ = Return realisasi indeks pasar pada periode estimasi ke-t

$\text{Indeks Pasar}_{(t-1)}$ = Return realisasi indeks pasar pada periode estimasi ke t-1

2. Abnormal Return

Abnormal return adalah selisih antara return aktual dan return yang diharapkan (*expected return*) yang dapat terjadi sebelum informasi

⁷⁸ *Ibid.* hlm 659.

resmi diterbitkan atau telah terjadi kebocoran informasi (*leakage of information*) sesudah informasi resmi diterbitkan. Abnormal return hanya terjadi setelah suatu peristiwa terjadi, hasilnya tidak dapat diduga terlebih dahulu dan dapat bersifat positif maupun negatif.⁷⁹

Studi peristiwa menganalisis *abnormal return* (return taknormal) dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Return normal merupakan return ekspektasi (return yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian return taknormal (*abnormal return*) adalah selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasi, sebagai berikut:⁸⁰

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Notasi:

AR_{it} = Abnormal return saham i pada periode ke-t

R_{it} = Return realisasi saham i pada periode ke-t

R_{mt} = Return ekspektasi atau return pasar pada periode ke-t

Adapun menurut Muhamad Samsul, *abnormal return* dapat diklasifikasikan menjadi 4 kelompok, yaitu⁸¹:

⁷⁹ Mohamad Samsul, *Op.Cit*, hlm. 275.

⁸⁰ Jogiyanto, *Op.Cit*. hlm 647.

⁸¹ Muhamad Samsul, *Loc.Cit*.

a. *Abnormal Return (AR)*

Abnormal Return terjadi setiap hari pada setiap jenis saham, yaitu selisih antara return aktual dan return ekspektasi yang dihitung secara harian. Karena dihitung secara harian, maka dalam suatu *window period* dapat diketahui *abnormal return* tertinggi atau terendah, dan dapat juga diketahui pada hari ke berapa reaksi paling kuat terjadi pada masing-masing jenis saham. Kebocoran informasi yang mengakibatkan abnormal return yang muncul pada masa sebelum suatu peristiwa terjadi akan tampak dalam grafik AR setiap jenis saham.

b. *Average Abnormal Return (AAR)*

AAR merupakan rata-rata *abnormal return (AR)* dari semua saham yang sedang dianalisis secara harian. Jadi ada AAR hari -1, AAR hari -2, dan seterusnya. AAR dapat menunjukkan reaksi paling kuat, baik positif maupun negatif.

c. *Cumulative Abnormal Return (CAR)*

Cumulative Abnormal Return merupakan kumulatif harian AR dari hari pertama sampai dengan hari-hari berikutnya untuk setiap jenis saham. Jadi CAR selama periode sebelum suatu peristiwa terjadi akan dibandingkan dengan CAR selama periode sesudah suatu peristiwa terjadi. Dengan melakukan perbandingan tersebut dapat diketahui jenis saham yang paling berpengaruh, baik positif maupun negatif, selama suatu periode. Namun untuk

mengetahui apakah dampak tersebut signifikan atau tidak signifikan terhadap suatu jenis saham, perlu diadakan uji beda.

d. *Cummulative Average Abnormal Return (CAAR)*

Cummulative Average Abnormal Return merupakan kumulatif harian *AAR* mulai dari hari pertama sampai dengan hari-hari berikutnya. Dari grafik *CAAR* harian ini dapat diketahui kecenderungan kenaikan atau penurunan yang terjadi selama *window period*, sehingga dampak positif atau negatif dari peristiwa tersebut terhadap keseluruhan jenis saham yang diteliti juga dapat diketahui. Namun untuk mengetahui dampak suatu peristiwa secara umum terhadap saham itu bersifat signifikan atau tidak signifikan, perlu diadakan uji beda *CAAR* antara periode sebelum dan sesudah peristiwa terjadi.

D. Transparansi Dalam Ekonomi Islam

1. Pengertian Transparansi menurut Islam

Transparansi dalam Islam sering disebut dengan *Siddiq* yaitu kejujuran dalam mengolah dan menyampaikan informasi. Dalam Ekonomi Islam, terdapat lima prinsip universal yang menjadi dasar inspirasi dalam membangun teori-teori Ekonomi Islam. Kelima nilai tersebut adalah *Tauhid* (keimanan), *Adl* (keadilan), *Nubuwwah* (Kenabian), *Khilafah* (pemerintah) dan *Ma'ad* (hasil).⁸²

⁸² Akhmad Mujahidin, *Ekonomi Islam*, Jakarta: Rajawali Pers, 2004, hlm. 24.

Salah satu prinsip yang membahas mengenai transparansi atau keterbukaan dalam ekonomi Islam adalah nilai *Nubuwwah*. *Nubuwwah* merupakan nilai-nilai kenabian. Nabi dan Rasul diutus oleh Allah untuk menyampaikan petunjuk dari Allah kepada manusia tentang bagaimana hidup yang baik dan benar di dunia. Untuk umat Islam, Allah telah mengutus manusia sempurna untuk diteladi sampai akhir zaman, Nabi Muhammad SAW. Sifat-sifat utamanya yang harus diteladani oleh manusia pada umumnya dan pelaku ekonomi dan bisnis pada khususnya, adalah sebagai berikut⁸³:

a. Siddiq

Sifat *siddiq* (benar, jujur) yang harus menjadi visi hidup setiap muslim karena hidup berasal dari Yang Maha Benar, maka kehidupan di dunia pun harus dijalani dengan benar. Dengan demikian, tujuan hidup muslim sudah terumus dengan baik dari konsep *siddiq* ini, muncullah konsep turunan khas ekonomi dan bisnis yang efektivitas (mencapai tujuan yang tepat, benar) dan efisiensi (melakukan kegiatan dengan benar, tidak menyebabkan kemubaziran).

Lawan dari *shidq* ialah *kidzb*, dusta. Nabi Muhammad bersabda, Jauhilah oleh kamu dusta, karena dusta membawa kamu kepada kedurhakaan dan kedurhakaan membawa kamu kepada neraka. Termasuk dusta adalah upaya untuk melakukan manipulasi dalam penerimaan, pengolahan, dan penyampaian informasi.

⁸³ *Ibid.* hlm. 26.

b. Amanah

Amanah (tanggung jawab, dapat dipercaya, kredibilitas) menjadi misi setiap Muslim. Karena seorang muslim hanya dapat menjumpai Sang Maha Benar dalam keadaan ridha dan diridhai, yaitu manakala menepati amanat yang telah dipikulkan kepadanya. Sifat ini akan membentuk kredibilitas yang tinggi dan sikap penuh tanggung jawab pada setiap individu. Kumpulan individu dengan kredibilitas dan tanggung jawab yang tinggi akan melahirkan masyarakat yang kuat, karena dilandasi oleh saling percaya antar anggotanya. Sifat amanah memainkan peranan yang fundamental dalam ekonomi dan bisnis, karena tanpa kredibilitas dan tanggung jawab kehidupan ekonomi dan bisnis akan hancur.

c. Fathonah

Sifat fathonah (kecerdikan, kebijaksanaan, intelektualitas) dapat dipandang sebagai strategi hidup setiap Muslim. Implikasinya terhadap ekonomi dan bisnis adalah bahwa segala aktivitas harus dilakukan dengan ilmu, kecerdasan dan pengoptimalan semua potensi akal yang ada untuk mencapai tujuan. Jujur, benar, kredibel dan bertanggung jawab saja tidak cukup dalam berekonomi dan bisnis. Para pelaku harus pintar dan cerdik supaya usahanya efektif dan efisien, dan agar tidak menjadi korban penipuan.

d. Tabligh

Dr.Ibrahim Imam mengartikan tabligh adalah “Memberikan informasi yang benar, pengetahuan yang faktual dan hakikat pasti yang bisa menolong atau membantu manusia untuk membentuk pendapat yang tepat dalam suatu kejadian atau berbagai kesulitan”. Sifat tabligh (komunikasi, keterbukaan, menyampaikan) merupakan teknik hidup muslim karena setiap muslim mengemban tanggung jawab dakwah yakni menyeru, mengajak dan memberitahu.

Dengan demikian, kegiatan ekonomi dan bisnis manusia harus mengacu pada prinsip-prinsip yang telah diajarkan oleh Nabi dan Rasul. Seperti halnya prinsip transparansi atau keterbukaan yang merupakan sifat Nabi yaitu sifat *Siddiq* yang berarti jujur dalam menyampaikan sesuatu. *Siddiq* juga berarti *Amanah*, yaitu bertanggung jawab terhadap amanat yang diemban sehingga menjadi muslim yang dapat dipercaya.

2. Transparansi sebagai *Corporate Governance*

Transparansi merupakan salah satu karakteristik dari *Good Governance* yaitu prinsip tata kelola perusahaan yang baik. Transparansi dibangun atas dasar kebebasan memperoleh informasi yang berlaku dengan kepentingan publik secara langsung dapat diperoleh mereka yang membutuhkan.⁸⁴

Tata kelola perusahaan yang baik, yang dalam terminologi modern disebut sebagai *Good Corporate Governance*. Dalam Surat Keputusan

⁸⁴ Muindro Renyowijoyo, *Akuntansi Sektor Publik: Organisasi Non Laba*, Jakarta: Mitra Wacana Media, 2010, hlm 14.

Menteri Badan Usaha Milik Negara No. KEP-117/M-MBU/2002, *Good Corporate Governance* adalah suatu proses dari struktur yang digunakan oleh organ perusahaan untuk meningkatkan keberhasilan usaha dan akuntabilitas perusahaan guna mewujudkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan stakeholder lainnya, berlandaskan peraturan perundangan dan etika.

Prinsip *Good Corporate Governance* dalam Islam juga sesuai dengan yang dirumuskan oleh Komisi Nasional Kebijakan Governance (KNKG). Prinsip-prinsip yang dirumuskan oleh KNKG adalah transparansi, akuntabilitas, pertanggungjawaban, independensi dan keadilan. Penjelasan kelima prinsip tersebut dalam perspektif Islam adalah sebagai berikut:⁸⁵

a. Transparansi

Keakuratan juga menjadi prinsip penting dalam pelaksanaan Corporate Governance yang Islami. Informasi yang akurat dapat diperoleh jika sistem yang ada di perusahaan dapat menjamin terciptanya keadilan dan kejujuran semua pihak. Kondisi ini dapat dicapai jika setiap perusahaan menjalankan etika bisnis yang Islami dan didukung dengan sistem akuntansi yang baik dalam pengungkapan yang wajar dan transparan atas semua kegiatan bisnis.

Penyampaian informasi sebagai bentuk transparansi pada perusahaan telah diatur dalam Q.S An-Nisa ayat 58, sebagai berikut.

⁸⁵ Novi Widiyanti Wulandari., *Corporate Governance dalam Pandangan Islam: Sebuah Konsep Alternatif dalam Penerapan Good Corporate Governance*. (Universitas Jember : 2009) hlm. 104-111.

﴿ إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تُؤَدُّوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا ... ﴾

Sesungguhnya Allah menyuruh kamu menyampaikan amanat kepada yang berhak menerimanya.....⁸⁶

b. Akuntabilitas

Akuntabilitas tidak hanya terbatas pada pelaporan keuangan yang jujur dan wajar, tetapi yang lebih mendedapankan esensi hidup manusia yang yaitu merupakan bentuk pertanggungjawaban manusia kepada Allah sebagai Dzat pemilik seluruh alam semesta. Konsep Islam yang fundametal meyakini bahwa alam dan seluruh isinya sepenuhnya milik Allah dan manusia dipercaya untuk mengelola sebaik-baiknya demi kemaslahatan umat.

c. Pertanggungjawaban (responsibilitas)

Pertanggungjawaban keuangan perusahaan juga perlu disampaikan dalam bentuk pengungkapan yang jujur dan wajar atas kondisi keuangan perusahaan. Sehingga pemegang saham dan stakeholder dapat mengambil keputusan yang tepat. Pelaporan keuangan yang benar dan akurat, juga akan menghasilkan keakuratan dalam pembayaran zakat. Karena dari setiap keuntungan yang diperoleh muslim dalam kegiatan bisnisnya, setidaknya ada 2,5% yang menjadi hak kaum fakir miskin. Masalah zakat menjadi penting dalam perspektif Islam karena merupakan ciri diimplementasikannya *Good*

⁸⁶ Departemen Agama RI, *Al-Qur'an Dan Terjemahnya*, Jawa Barat: Diponegoro, 2006, QS an-Nisa (4): 58, hlm. 69.

Corporate Governance. Pengelolaan perusahaan yang baik tidak hanya bertujuan untuk memakmurkan manajemen dan pemegang saham, tetapi juga masyarakat di sekitar perusahaan tersebut khususnya kaum fakir dan miskin.

d. Independensi

Independensi terkait dengan konsistensi atau sikap istiqomah yaitu tetap berpegang teguh pada kebenaran meskipun harus menghadapi risiko, sesuai pada Q.S Fushshilat 41: 30 sebagai berikut.

إِنَّ الَّذِينَ قَالُوا رَبُّنَا اللَّهُ ثُمَّ اسْتَقَمُوا تَتَنَزَّلُ عَلَيْهِمُ الْمَلَائِكَةُ أَلَّا تَخَافُوا وَلَا

تَحْزَنُوا وَأَبْشِرُوا بِالْجَنَّةِ الَّتِي كُنتُمْ تُوعَدُونَ ﴿٣٠﴾

Sesungguhnya orang-orang yang mengatakan: "Tuhan Kami ialah Allah" kemudian mereka meneguhkan pendirian mereka, Maka Malaikat akan turun kepada mereka dengan mengatakan: "Janganlah kamu takut dan janganlah merasa sedih; dan gembirakanlah mereka dengan jannah yang telah dijanjikan Allah kepadamu".⁸⁷

Independen merupakan karakter manusia yang bijak (ulul al-bab) yang dalam al-Quran disebutkan sebanyak 16 kali, yang diantara karakternya adalah “Mereka yang mampu menyerap informasi (mendengar perkataan) dan mengambil keputusan (mengikuti) yang terbaik (sesuai dengan nuraninya tanpa tekanan pihak manapun).”

⁸⁷ Q.S Fushshilat (41) ayat 30.

e. Keadilan

Prinsip pencatatan yang jujur, akurat dan adil juga telah diatur dalam al-Quran yang menekankan bahwa pencatatan atas transaksi keuangan harus dilakukan dengan baik dan benar. Orang yang bertanggungjawab atas pencatatan harus dipilih mereka yang jujur dan adil. Hal ini menunjukkan bahwa Islam menghendaki bisnis secara adil dan jujur bagi semua pihak .

E. Kajian Pustaka

Dalam penelitian sebelumnya dijelaskan ada beberapa hal sebagai berikut:

1. Jianyu Ma, Jose A. Pagan, dan Yun Chu “Abnormal Return to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Market”

Studi ini meneliti *abnormal return* pemegang saham perusahaan penawar pada hari disekitar pengumuman merger dan akuisisi di sepuluh pasar negara Asia yang sedang berkembang, yaitu: Cina, India, Hong Kong, Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, Korea Selatan, Taiwan, dan Thailand. Penelitian ini menggunakan sampel dari 1.477 penawaran merger dan akuisisi di sepuluh pasar negara Asia yang sedang berkembang. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa pasar saham mendapatkan abnormal return kumulatif positif dalam tiga jendela periode yang berbeda, yaitu: dua hari (0, 1), tiga hari (-1, 1) dan lima hari (-2, 2). Efek valuasi dari kebocoran informasi tentang penawaran merger dan akuisisi signifikan secara statistik. Temuan menunjukkan bahwa

secara umum investor menuai keuntungan keuangan terkait dengan penawaran merger dan akuisisi dan pertumbuhan eksternal melalui kegiatan merger dan akuisisi sangat dianjurkan untuk manajer.⁸⁸

2. M. Yunies Edward “Analisis Reaksi Pasar Atas Pengumuman Merger dan Akuisisi”

Penelitian bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi (M&A). Reaksi pasar diukur dengan *Trading Volume Activity* (TVA) saham dan *abnormal return* saham perusahaan pengakuisisi. Populasi penelitian adalah perusahaan go public di Bursa Efek Jakarta yang melakukan pengumuman merger dan akuisisi antara tahun 2000-2002, sedangkan sampel sebanyak 20 yang diambil secara purposive. Alat uji yang digunakan adalah *Wilcoxon Signed Rank Test*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa TVA saham keseluruhan sampel dan sampel perusahaan kapitalisasi kecil tidak ada perbedaan, sedangkan sampel perusahaan kapitalisasi besar-sedang ada perbedaan signifikan. Hasil pengujian berdasar abnormal return menunjukkan keseluruhan sampel dan perusahaan kapitalisasi besar-sedang tidak berbeda antara sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi, sedangkan untuk sampel perusahaan kapitalisasi kecil menunjukkan adanya perbedaan yang

⁸⁸ Ma, Pagan dan Chu, *Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets*, International Journal of Business. Vol. 14 No. 3, 2009, hlm. 235.

signifikan dan mengalami kenaikan *abnormal return* sesudah pengumuman merger dan akuisisi.⁸⁹

3. Rahadiani Wiriastari “Analisis Dampak Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Return Saham Perusahaan Akuisitor yang Terdaftar DI BEI tahun 2004-2008”.

Penelitian ini mempunyai tujuan untuk menguji dampak yang timbul akibat merger dan akuisisi perusahaan. Reaksi mereka tergantung dari pengumuman awal. Reaksi para pemegang saham inilah yang digunakan untuk mengukur *abnormal return*. Perusahaan sampel yang di uji di sini adalah 23 perusahaan dari berbagai jenis industri yang berbeda-beda yang melakukan merger dan akuisisi selama periode 2004-2008. Hipotesa yang diajukan untuk menganalisis apakah terdapat perbedaan *abnormal return* 20 hari sebelum pengumuman dan 20 hari setelah pengumuman. Pengujian ada tidaknya *abnormal return* dilakukan dengan *independent sample t test*. Dari hasil pengujian diperoleh hasil yang kurang memuaskan yaitu kecilnya pengaruh signifikan, dapat ditarik kesimpulan bahwa uji yang dilakukan selama 20 hari sebelum dan 20 hari sesudah periodenya terlalu pendek sehingga banyak yang tidak signifikan.

4. Putri Novaliza dan Atik Djajanti, “Analisis Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Perusahaan Publik Di Indonesia (Periode 2004-2011).”

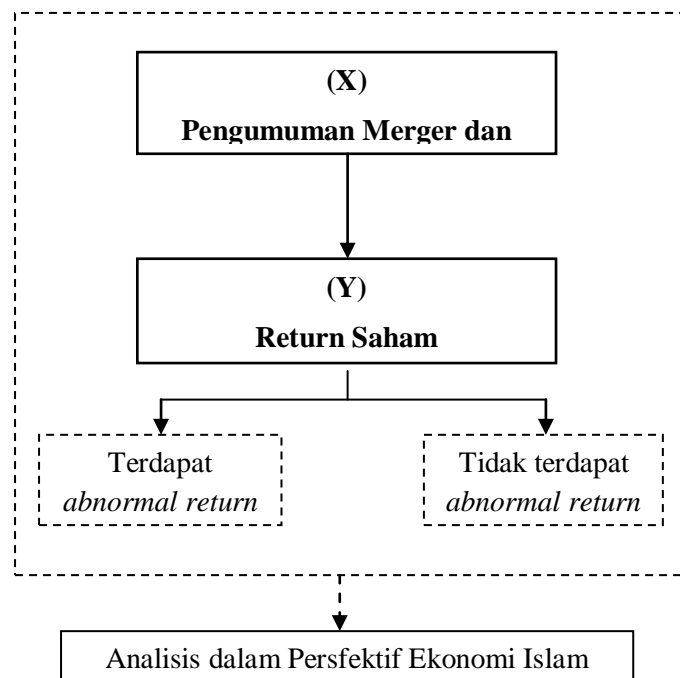
⁸⁹ M. Yunies Edward, *Analisis Reaksi Pasar atas Pengumuman Merger dan Akuisisi*, Jurnal Dinamika Ekonomi & Bisnis, Vol. 9 No. 1, 2012.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah merger dan akuisisi mempengaruhi keuangan kinerja perusahaan publik di Indonesia. Kinerja diukur dengan rasio keuangan dan return saham. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Indonesia yang melakukan merger dan akuisisi di tahun 2004-2011. Rasio keuangan yang digunakan adalah 1 tahun sebelumnya dan dibandingkan dengan 4 tahun berturut-turut setelah merger dan akuisisi. Periode jendela untuk return saham adalah 5 hari sebelum dan 5 hari setelah merger dan akuisisi. Uji statistik yang digunakan adalah parametrik paired sample t. Hasil uji rasio keuangan, untuk perbandingan 1 tahun sebelum dan 4 tahun berturut-turut setelah merger dan akuisisi hampir semua menyiratkan bahwa kinerja keuangan tidak berubah secara signifikan kecuali kembali pada total aset pada rasio tahun sebelumnya dari 1 sampai 4 tahun setelah merger dan perolehan. Penelitian ini juga diperkuat dengan return di jendela 5-hari periode. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan dalam return saham perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

F. Kerangka Pemikiran

Berdasarkan teori di atas, dapat digambarkan kerangka pemikiran sebagai berikut.

Gambar 1.
Kerangka Pemikiran



G. Hipotesis

Hipotesis adalah jawaban sementara rumusan masalah penelitian, dimana rumusan masalah penelitian telah dinyatakan dalam bentuk kalimat pertanyaan.⁹⁰ Berdasarkan kajian pustaka dan penelitian sebelumnya di atas, maka hipotesisnya adalah sebagai berikut:

H0: Pengumuman merger dan akuisisi tidak berpengaruh signifikan terhadap return perusahaan akuisitor yang terdaftar di Daftar Efek Syariah tahun 2011-2015.

⁹⁰ Sugiyono, *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*, Bandung: Alfabeta, 2012, hlm. 96.

Ha: Pengumuman merger dan akuisisi berpengaruh signifikan terhadap return perusahaan akuisitor yang terdaftar di Daftar Efek Syariah tahun 2011-2015.

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif. Metode kuantitatif adalah metode yang penyajian datanya didominasi dalam bentuk angka dan analisis data yang digunakan bersifat statistik dengan tujuan untuk menguji hipotesis.⁹¹ Adapun data-data yang ada pada penelitian ini adalah data-data harga dan return saham yang berbentuk angka.

Penelitian ini menggunakan metodologi *event study*. Studi kejadian (*event study*) pada dasarnya adalah suatu bentuk metodologi dalam penelitian keuangan atau pasar modal, khususnya mengenai reaksi pasar modal (yang tercermin dalam harga saham) atas suatu kejadian atau *event*.⁹²

Lamanya jendela tergantung dari jenis peristiwanya. Jika peristiwanya merupakan peristiwa yang nilai ekonomisnya dapat ditentukan dengan mudah oleh investor (misalnya pengumuman laba atau deviden), periode jendela dapat pendek, disebabkan oleh investor yang dapat bereaksi dengan cepat. Sebaliknya untuk peristiwa yang nilai ekonomisnya sulit ditentukan oleh investor (misalnya merger), investor akan membutuhkan waktu yang lama untuk bereaksi.⁹³

⁹¹ Joko Subagyo, *Metode Penelitian dalam Teori dan Praktik*, Rineka Cipta, Jakarta, 2011, hlm. 97.

⁹² Joubert B Maramis, *Metodologi Penelitian Manajemen Keuangan: Metode Event Study*.

⁹³ Jogiyanto, Op.Cit. hlm. 649.

Pada event study jangka waktu ditentukan dengan relevansi dari hari event itu sendiri. Biasanya jangka waktu dari event itu terpusat pada hari event yang disebut hari 0. Selanjutnya jangka waktu event plus dan minus beberapa hari, minggu, atau bulan tergantung dengan parameter waktu yang dipergunakan untuk melihat apakah ada sesuatu yang tidak biasa terjadi. Biasanya tipikal jangka waktu berkisar antara 21 hingga 121 hari untuk studi dengan parameter hari, 25 hingga 121 bulan untuk studi dengan parameter bulan.⁹⁴ Adapun *event study* pada penelitian ini, peneliti menggunakan data return saham 21 hari, yaitu 10 hari sebelum ($t-10$), 1 hari pada saat peristiwa (t_0) dan 10 hari setelah ($t+10$) perusahaan melakukan pengumuman merger dan akuisisi.

B. Sumber Data

Sumber data pada penelitian ini menggunakan data skunder. Sumber data sekunder merupakan sumber yang tidak langsung memberikan data kepada pengumpul data.⁹⁵ Data sekunder dapat berupa buku-buku tentang *subject matter* yang ditulis orang lain, dokumen-dokumen yang merupakan hasil penelitian dan hasil laporan.⁹⁶ Data sekunder dalam penelitian ini adalah data harga saham harian perusahaan-perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi yang terdaftar di Daftar Efek Syariah (DES) tahun 2011-2015 yang diperoleh dari pusat data Bursa Efek Indonesia (BEI) dan *Indonesian Capital Market Directory*.

⁹⁴ Rezki Anindhito, *Op.Cit.* hlm. 55.

⁹⁵ Sugiyono, *Metode Penelitian Bisnis*, Bandung: Alfabeta, 2014, hlm.193.

⁹⁶ Beni Ahmad Saebani, *Metode Penelitian*. Bandung: Pustaka Setia, 2008, hlm. 93.

Dalam penelitian ini juga dibutuhkan data-data seperti jurnal, artikel dan buku-buku yang memiliki relevansi dengan permasalahan yang dikaji dalam penelitian ini.

C. Teknik Pengumpulan Data

Dalam usaha menghimpun data penelitian, penulis menggunakan metode dokumentasi. Metode dokumentasi adalah metode pengumpulan data melalui data yang tersedia yaitu biasanya berbentuk surat, catatan harian, cendera mata, laporan, artefak, foto dan dapat juga berbentuk file di server, dan *flashdisk* serta data yang tersimpan di website. Data ini bersifat tidak terbatas pada ruang dan waktu.⁹⁷ Pengumpulan data pada penilian ini didasarkan pada catatan harga saham harian yang telah tersedia di Pusat Data Bursa Efek Indonesia (BEI) dan *Indonesian Capital Market Directory* dengan mengklasifikasikan data-data laporan berdasarkan kriteria yang telah ditentukan.

D. Definisi Operasional Variabel

Operasional variabel adalah penjelasan mengenai cara-cara tertentu yang digunakan oleh peneliti untuk mengukur (mengoperasionalkan) *construct* menjadi variabel penelitian yang dapat dituju. Sehingga memungkinkan peneliti yang lain untuk melakukan reflikasi (pengulangan) pengukuran dengan cara yang sama, atau mencoba mengembangkan cara pengukuran *construct* yang lebih baik.⁹⁸

⁹⁷ Juliyansyah Noor, *Metode Penelitian*, Jakarta: Kencana, 2011, hlm. 141.

⁹⁸ Husein Umar, *Metode Riset Bisnis*, Gramedia Pustaka utama, Jakarta, Cet. Ke2, hlm.

1. Pengumuman Merger dan Akuisisi (variabel independen) (X) merupakan suatu berita yang dikeluarkan oleh suatu perusahaan yang baru saja melakukan merger atau akuisisi. Menurut UU no. 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas bahwa merger didefinisikan sebagai perbuatan hukum yang dilakukan oleh satu Perseroan atau lebih untuk menggabungkan diri dengan Perseroan lain yang telah ada yang mengakibatkan aktiva dan pasiva dari Perseroan yang menggabungkan diri beralih karena hukum kepada Perseroan yang menerima penggabungan dan selanjutnya status badan hukum Perseroan yang menggabungkan diri berakhir karena hukum. Sedangkan akuisisi adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambil alih saham Perseroan yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas Perseroan tersebut.⁹⁹ Dalam penelitian ini pengumuman merger dan akuisisi dinyatakan dalam bentuk periode estimasi selama 21 hari, yaitu 10 hari sebelum, 1 hari pada saat pengumuman dan 10 sesudah tanggal pengumuman.
2. *Return Saham* (variabel dependen) (Y) merupakan hasil yang diperoleh dari suatu investasi saham. Return dapat berupa retrun realisasi yang sudah terjadi atau return ekspektasi yang belum terjadi tetapi diharapkan terjadi di masa mendatang.¹⁰⁰ Return saham pada penelitian ini menggunakan tolak ukur *abnormal return* yaitu selisih antara return

⁹⁹ UU No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas

¹⁰⁰ Jogiyanto, *Op.Cit.*, hlm.263

realisasi dan return ekspektasi. Hal ini dilakukan untuk melihat sejauh mana reaksi pasar saham terhadap pengumuman merger dan akuisisi.

Berikut akan dijelaskan mengenai variabel penelitian pada tabel di bawah ini.

Tabel 3.1
Daftar Variabel Penelitian

Variabel	Indikator	Ukuran	Referensi	Skala Pengukuran
Independen (X)	Pengumuman Merger dan Akuisisi	Tanggal Pengumuman Merger dan Akuisisi	- Kamaludin, dkk., “ <i>Restrukturisasi Merger dan Akuisisi</i> ”, Mandar Maju, Bandung, 2015.	Rasio (Hari)
Dependen (Y)	<i>Return Saham</i>	<i>Abnormal Return</i>	Jogiyanto, “ <i>Teori Portofolio dan Analisis Investasi</i> ”, Edisi kesepuluh, BPFE, Yogyakarta, 2015.	Rasio

E. Populasi dan Sampel

1. Populasi

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek dan subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan

oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulan.¹⁰¹ Dalam hal ini populasi yang menjadi obyek dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi yang terdaftar di Daftar Efek Syariah (DES) tahun 2011-2015. Adapun populasi dalam penelitian ini sebanyak 30 perusahaan.

2. Sampel

Teknik pengambilan sampel yang diterapkan dalam penelitian ini adalah model *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah teknik pengambilan sampel sumber data dengan pertimbangan atau kriteria tertentu.¹⁰² Adapun kriteria pemilihan sampel pada penelitian ini, antara lain:

- a. Perusahaan akuisitor terdaftar di Daftar Efek Syariah (DES) pada saat pengumuman merger dan akuisisi.
- b. Perusahaan hanya melakukan satu bentuk *corporate action* (merger dan akuisisi) selama periode pengamatan.
- c. Memiliki kelengkapan informasi mengenai tanggal pengumuman dan harga saham harian pada saat periode pengamatan.

Berdasarkan kriteria pemilihan sampel di atas, maka jumlah sampel dalam penelitian ini diseleksi menurut kriteria yang sudah ditetapkan. Adapun seleksi sampel dalam penelitian ini sebagai berikut:

¹⁰¹ Sugiyono, *Op.Cit.* hlm.115.

¹⁰² *Ibid*, hlm. 122.

Tabel 3.2
Seleksi Populasi Penelitian

No	Kriteria	Jumlah Perusahaan
1	Perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi (akuisitor) yang terdaftar di DES tahun 2011-2015.	30
2	Perusahaan yang hanya melakukan satu corporate action selama periode pengamatan.	26
3	Perusahaan yang memiliki kelengkapan informasi mengenai tanggal pengumuman dan harga saham harian pada saat periode pengamatan.	17
Jumlah Sampel		17

Sumber: Data Sekunder diolah tahun 2016

Tabel 3.2 menunjukkan bahwa dari 30 perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi yang terdaftar di DES pada tahun 2011-2015, sebanyak 17 perusahaan yang terpilih menjadi sampel penelitian yang ditentukan melalui penyaringan penetapan kriteria sampel yang mendukung dalam proses penelitian.

Pada table 3.3 ditunjukkan 17 perusahaan sampel dengan perusahaan target, serta tanggal melakukan merger dan akuisisi. Adapun daftar sampel dalam penelitian adalah sebagai berikut:

Tabel 3.3
Daftar Sampel Penelitian

No	Kode	Perusahaan Pengambilalih (Akuisitor)	Perusahaan Target	Tanggal M & A
1	EMTK	PT. Elang Mahkota Teknologi Tbk.	PT Indosiar Karya Media Tbk.	28 Juni 2011
2	MBSS	PT. Mitrabahtera Segara Sejati Tbk.	PT Mitra Alam Segara Sejati	27 Januari 2012
3	TURI	PT. Tunas Ridean Tbk.	PT Rahardja Ekalancar	28 Juni 2012
4	KLBF	PT. Kalbe Farma Tbk.	PT Hale International	6 Juli 2012
5	SUGI	PT. Sugih Energy Tbk.	Eurorich Group Ltd.	18 September 2012
6	COWL	PT. Cowell Development Tbk.	PT Plaza Adika Lestari	24 November 2012
7	AUTO	PT. Astra Otoparts Tbk.	PT Pakoakuina	29 April 2013
8	SIMP	PT. Salim Ivomas Pratama Tbk.	PT Mentari Pertiwi Makmur	8 Maret 2013
9	TLKM	PT. Telekomunikasi Indonesia	PT Patrakom	25 September 2013
10	MDLN	PT. Modernland Realty Tbk.	PT Mitra Sindo Makmur	22 November 2013
11	EXCL	PT. XL Axiata Tbk.	PT Axis Telekom Indonesia	19 Maret 2014
12	AISA	PT. Tiga Pilar Sejahter Food Tbk.	PT Golden Plantation	28 Maret 2014
13	SIDO	PT. Industri Jamu dan Farmasi Sidomuncul Tbk.	PT Berlico Mulia	1 September 2014
14	ANJT	PT. Austindo Nusantara Jaya Tbk.	PT Pusaka Agro Makmur	15 Oktober 2014
15	MYRX	PT. Hanson Internasional Tbk.	PT. Mandiri Mega Jaya	25 November 2014
16	DSSA	PT Dian Swastika Sentosa Tbk.	United Viber System Limited	20 April 2015
17	PTPP	PT. Pembangunan Perumahan (Persero)	PT Hasta Karya Mandiri	16 Oktober 2015

Sumber: Data Sekunder diolah Tahun 2016

Tabel 3.3 menunjukkan 17 sampel perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Adapun tanggal pengumuman ditentukan ketika perusahaan secara resmi telah melakukan kegiatan merger dan akuisisi yang dapat dilihat pada Laporan Tahunan (*Annual Report*) dari masing-masing perusahaan dan media massa nasional.

F. Teknik Pengolahan dan Analisis Data

Pengolahan data adalah menimbang, menyaring, mengatur dan mengklasifikasikan. Menimbang dan menyaring data adalah benar-benar memilih secara hati-hati data yang relevan, tepat dan berkaitan dengan masalah yang tengah diteliti. Mengatur dan mengklasifikasikan, yaitu menggolongkan, menyusun menurut aturan tertentu.¹⁰³

Setelah data diolah kemudian dianalisis dengan menggunakan metode kuantitatif. Kuantitatif adalah metode positivistik yang berlandaskan pada filsafat positivisme. Metode ini sebagai metode ilmiah karena telah memenuhi kaidah-kaidah ilmiah yaitu konkrit / empiris, obyektif, terukur, rasional, dan sistematis.¹⁰⁴ Adapun tahapan analisis data pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perhitungan Return Saham, Return Ekspektasi dan Abnormal Return.

Dalam penelitian ini, data yang diolah adalah data harga saham harian dengan estimasi periode 10 hari sebelum dan sesudah perusahaan melakukan merger dan akuisisi. Data harga saham harian akan diolah

¹⁰³ *Ibid*, hlm. 86

¹⁰⁴ Sugiyono, *Op.Cit.* hlm. 7

untuk mengetahui besarnya Return Saham, Return Ekspektasi dan Abnormal Return.

Adapun untuk mencari nilai return dan abnormal return digunakan rumus sebagai berikut.¹⁰⁵

a. Return Saham Realisasi

Return saham individual dihitung perhari selama periode pengamatan, yaitu 10 hari sebelum, 1 hari pada saat peristiwa dan 10 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi. Return saham realisasi dihitung menggunakan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan.

R_{it} = Return saham i pada hari ke- t

P_{it} = Harga saham I pada hari ke- t

P_{it-1} = Harga saham i pada hari ke- t – 1

b. Return Ekspektasi

Return ekspektasi atau return pasar dihitung menggunakan Model *Market-Adjusted Return*, yaitu menggunakan return pasar pada hari pengamatan. Adapun return pasar yang dipilih adalah return pasar Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebagai *benchmark* saham-saham syariah di Bursa Efek Indonesia. Adapun perhitungannya sebagai berikut:

$$E(R_{it}) = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

¹⁰⁵ Jogiyanto, *Op.Cit.*

Keterangan:

$E(R_{it})$ = Return Ekspektasi pada hari ke- t

I_t = Indeks saham (ISSI) pada hari ke- t

I_{t-1} = Indeks saham (ISSI) pada hari ke- t – 1

c. Abnormal Return

Perhitungan abnormal return yang digunakan adalah *Cumulative Abnormal Return*, yaitu dengan mencari kumulatif harian abnormal return masing-masing saham sebelum dan setelah melakukan merger dan akuisisi.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Keterangan:

AR_{it} = Abnormal return saham i pada hari ke- t

R_{it} = Return saham i pada hari ke- t

$E(R_{it})$ = Return ekspektasi pada hari ke- t

2. Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov

Uji normalitas data merupakan uji yang harus dilakukan sebelum data diolah berdasarkan model-model penelitian. Uji normalitas ini bertujuan untuk mengetahui distribusi data dalam variable yang akan digunakan dalam penelien. Data yang baik dan layak digunakan dalam penelitian adalah data yang memiliki distribusi normal.¹⁰⁶ Adapun untuk melakukan pengujian normalitas data digunakan program SPSS sebagai

¹⁰⁶ V. Wiratna Sujarweni, *SPSS untuk Penelitian*, Yogyakarta: Pustaka Baru Press, hlm. 52.

alat bantu dalam olah data dengan keterangan penetapannya sebagai berikut:

Jika $\text{Sig} > 0,05$ maka data berdistribusi normal.

Jika $\text{Sig} < 0,05$ maka data tidak berdistribusi normal.

3. Uji Paired Sampel T test

Uji T Paired digunakan untuk melihat atau menentukan ada tidaknya perbedaan rata-rata dua sampel bebas. Dua sampel yang dimaksud adalah sampel yang sama namun mempunyai dua data.¹⁰⁷ Dalam penelitian ini dua sampel bebas adalah data return saham sebelum dan setelah perusahaan melakukan merger dan akuisisi.

Adapun kriteria untuk penetapan kesimpulan hipotesis adalah sebagai berikut:

a. Cara 1

Jika $\text{Sig} > 0,05$ maka H_0 diterima, dan

Jika $\text{Sig} < 0,05$ maka H_0 ditolak

b. Cara 2

Jika $-t \text{ tabel} < t \text{ hitung} < t \text{ tabel}$ maka H_0 diterima, dan

Jika $t \text{ hitung} < -t \text{ tabel}$ dan $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$ maka H_0 ditolak.

¹⁰⁷ *Ibid.* hlm. 100

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN ANALISIS

A. Hasil Penelitian

1. Gambaran Umum Daftar Efek Syariah

Daftar Efek Syariah (DES) merupakan suatu wadah bagi efek-efek syariah yang merupakan salah satu instrument pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Daftar Efek Syariah pertama kali diterbitkan berdasarkan keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Lembaga Keuangan Kep. No. 325/BI/2007 tentang Daftar Efek Syariah pada tanggal 12 September 2007 yang berisi 174 saham syariah. Penerbitan Daftar Efek Syariah dilakukan secara berkala yaitu pada akhir bulan Mei dan November setiap tahunnya.

Diterbitkannya DES tidak terlepas dari munculnya Jakarta Islamic Index (JII) di Bursa Efek Indonesia yang diluncurkan pada tanggal 3 Juli 2000. JII merupakan indeks yang berisi 30 saham perusahaan yang memenuhi kriteria investasi berdasarkan prinsip syariah. Kemudian setelah diterbitkannya DES, pada tanggal 12 Mei 2011 Bursa Efek Indonesia menerbitkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang merupakan indeks yang berisi semua saham-saham yang terdaftar pada DES.

Sejak pertama kali diterbitkan, Daftar Efek Syariah telah mengalami peningkatan yang signifikan. Tercatat hingga tahun 2015, melalui Keputusan Otoritas Jasa Keuangan No. 63/D.04/2015 Daftar

Efek Syariah, bahwa total perusahaan publik yang masuk dalam DES adalah sebesar 331 perusahaan yang meliputi berbagai sektor.

2. Deskripsi Objek Penelitian

Perusahaan yang dijadikan objek penelitian adalah perusahaan yang termasuk dalam Daftar Efek Syariah di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan kriteria pemilihan sampel sebagaimana telah diuraikan pada Bab III, maka dipilih 17 perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi selama periode 2011 sampai tahun 2015, yaitu: PT Elang Mahkota Teknologi Tbk. (EMTK), PT Mitrabahera Segara Sejati Tbk. (MBSS), PT Tunas Ridean Tbk. (TURI), PT Kalbe Farma Tbk. (KLBF), PT Sugih Energy Tbk. (SUGI), PT Cowell Development Tbk. (COWL), PT Astra Otoparts Tbk. (AUTO), PT Salim Ivomas Pratama Tbk. (SIMP), PT Modernland Realty Tbk. (MDLN), PT XL Axiata Tbk. (EXCL), PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk. (AISA), PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) (TLKM), PT Industri Jamu dan Farmasi Sidomuncul Tbk. (SIDO), PT Austindo Nusantara Jaya Tbk. (ANJT), PT Hanson Internasional Tbk. (MYRX), PT Dian Swastika Sentosa Tbk. (DSSA), dan PT Pembangunan Perumahan (Persero) (PTPP). Adapun presentase jenis sektor usaha dari perusahaan sampel adalah sebagai berikut.

Tabel 4.1
Sektor Usaha Perusahaan Sampel

No.	Sektor	Jumlah	Presentase
1	Perdagangan, Jasa dan Investasi	5	29,41
2	Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi	3	17,65
3	Industri Barang Konsumsi	3	17,65
4	Properti, Real Estate dan Konstruksi Bangunan	3	17,65
5	Pertanian	2	11,76
6	Aneka Industri	1	5,88
Total		17	100

Sumber: Data Sekunder diolah tahun 2016

Dari table 4.1 menunjukkan bahwa dari 17 perusahaan sampel, perusahaan yang paling banyak melakukan merger dan akuisisi adalah perusahaan dengan sektor usaha perdagangan, jasa dan investasi sebanyak 5 perusahaan. Sedangkan pada sektor usaha aneka industri hanya ada 1 perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi.

3. Deskripsi Variabel Penelitian

Data deskriptif variabel berupa rata-rata return saham (realisasi), return pasar/indeks (ekspektasi) dan *abnormal return* selama 10 hari sebelum hingga 10 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi.

a. Return Realisasi dan Return Ekspektasi

Dari data harga saham harian perusahaan sampel selama periode pengamatan (*window period*), diperoleh kumulatif return realisasi (saham) dan return ekspektasi (pasar) sebagai berikut.

Tabel 4.2

Data Kumulatif Return Realisasi dan Return Ekspektasi

No	Kode Perusahaan	Return Realisasi		Return Ekspektasi	
		Sebelum M & A	Setelah M & A	Sebelum M & A	Setelah M & A
1	EMTK	0,01158	0,04381	0,01522	0,04425
2	MBSS	0,11852	0,01199	0,02511	-0,00293
3	TURI	-0,01200	-0,02545	0,01620	0,01762
4	KLBF	0,00053	0,00713	0,05012	-0,0021
5	SUGI	0,02425	-0,01036	0,04360	-0,00137
6	COWL	-0,04712	-0,20838	-0,00732	-0,00495
7	AUTO	0,00368	-0,08046	0,00881	0,02403
8	SIMP	0,01895	-0,10821	0,05806	-0,01916
9	TLKM	0,00377	0,03544	0,01973	0,00047
10	MDLN	0,00189	0,00120	-0,03181	-0,03633
11	EXCL	-0,00883	0,04014	0,04403	0,01402
12	AISA	0,03818	0,034953	-0,00364	0,03295
13	SIDO	-0,03782	-0,10787	-0,00523	-0,00531
14	ANJT	0,01244	-0,00440	-0,04950	0,02752
15	MYRX	0,06852	-0,03589	0,04528	-0,00363
16	DSSA	0,0000	0,0000	-0,00487	-0,03568
17	PTPP	0,05654	0,04464	0,06361	-0,01326

Sumber: Data Sekunder Diolah Tahun 2016

Pada Tabel 4.2 menunjukkan data dari 14 sampel selama 21 hari pengamatan yaitu 10 hari sebelum pengumuman dan H+10 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi. Data pada return saham menunjukkan bahwa pada beberapa perusahaan, seperti EMTK, KLBF, dan EXCL mengalami perubahan positif. Hal ini menunjukkan bahwa terjadi reaksi positif pada pengumuman merger dan akuisisi yang ditunjukkan oleh kenaikan return saham. Sedangkan beberapa perusahaan menunjukkan perubahan negatif pada saat pengumuman merger dan akuisisi, seperti perusahaan MBSS, TURI, AUTO, COWL, SUGI, AISA, TLKM, MDLN, SIMP, SIDO, MYRX, PTPP, dan ANJT. Adapun pada perusahaan DSSA, tidak menunjukkan adanya perbedaan selama periode pengamatan.

Pada return ekspektasi atau return pasar, reaksi positif ditunjukkan oleh beberapa perusahaan seperti EMTK, TURI, COWL, AUTO, AISA dan ANJT. Sebaliknya reaksi pasar yang negatif ditunjukkan oleh beberapa perusahaan seperti MBSS, KLBF, SUGI, SIMP, MDLN, EXCL, TLKM, SIDO, MYRX, PTPP dan DSSA.

Perhitungan return realisasi dan return ekspektasi ini digunakan untuk perhitungan *abnormal return* saham. Return realisasi dihitung berdasarkan persentase selisih antara harga saham hari ini (P_t) dengan harga saham hari sebelumnya (P_{t-1}). Sementara return

ekspektasi menggunakan Model *Market-Adjusted Return*, yaitu menggunakan return pasar pada hari pengamatan.

b. *Abnormal Return*

Data abnormal return dihitung dengan membandingkan return realisasi dengan return ekspektasi harian dari masing-masing perusahaan. Sehingga dapat diperoleh *Cumulative Abnormal Return* (CAR) sebagai berikut.

Tabel 4.3

Data *Cumulative Abnormal Return* (CAR)

No	Kode Perusahaan	<i>Cumulative Abnormal Return</i>	
		Sebelum M & A	Setelah M & A
1	EMTK	-0,00364	-0,00044
2	MBSS	0,09341	0,01492
3	TURI	-0,02820	-0,04308
4	KLBF	-0,04959	0,00924
5	SUGI	-0,01936	-0,00898
6	COWL	-0,03982	-0,20343
7	AUTO	-0,00513	-0,10449
8	SIMP	-0,03911	-0,08905
9	TLKM	-0,01597	0,03497
10	MDLN	0,03370	0,03754
11	EXCL	-0,05287	0,02612
12	AISA	0,04182	0,002
13	SIDO	-0,03259	-0,10256
14	ANJT	0,06194	-0,03192
15	MYRX	0,02324	-0,03226
16	DSSA	0,00487	0,03568
17	PTPP	-0,00707	0,05791

Sumber: Data diolah tahun 2016

Sedangkan pada data perhitungan *abnormal return*, beberapa perusahaan seperti EMTK, KLBF, SUGI, COWL, TLKM, EXCL, PTPP serta DSSA mengalami kenaikan. Hal ini berarti pengumuman merger dan akuisisi memberikan kepercayaan bagi investor dan publik bahwa transaksi yang dilakukan akan meningkatkan nilai perusahaan sehingga direaksi positif oleh investor dan pasar. Sebaliknya pada perusahaan seperti MBSS, TURI, AUTO, SIMP, MDLN, SIDO, AISA, ANJT dan MYRX menunjukkan *abnormal return* yang negatif. Adapun perusahaan yang memperoleh kenaikan *abnormal return* tertinggi adalah EXCL sebesar 7,89%, sedangkan COWL menjadi perusahaan dengan tingkat abnormal return terendah yaitu -16,36%.

B. Analisis Data

1. Uji Data *Abnormal Return*

a. Statistik Deskriptif *Abnormal Return*

Data statistik deskriptif pada *abnormal return* 10 hari sebelum dan H+10 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 4.4
Statistik Deskriptif *Abnormal Return*

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Sebelum	17	-.05287	.09341	-.0020222	.04099390
Setelah	17	-.20343	.05791	-.0234010	.06786379
Valid N (listwise)	17				

Sumber: SPSS 17 diolah tahun 2016

Dari tabel 4.4 di atas menunjukkan bahwa *Mean* untuk variabel *abnormal return* sebelum pengumuman sebesar -0.0020222 dengan *standart deviasi* sebesar 0.0409939 sedangkan *mean* untuk variabel *abnormal return* setelah pengumuman adalah sebesar -0.023401 dengan *standart deviasi* sebesar 0.06786379. Hasil ini mengindikasikan bahwa ada reaksi negatif di pasar saham saat pengumuman merger dan akuisisi dengan ditunjukkannya nilai rata-rata *abnormal return* yang diterima perusahaan mengalami penurunan.

b. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui distribusi data dalam variabel yang akan digunakan dalam penelitian. Data yang baik dan layak digunakan dalam penelitian adalah data yang memiliki distribusi normal. Uji normalitas data menggunakan Uji Kolmogorov-Smirnov dengan alat uji SPSS 17. Adapun hasil perhitungannya dapat dilihat pada Tabel 4.5 berikut.

Tabel 4.5

Uji Normalitas *Kolmogorov-Smirnov*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		10 hari ssb	10 hari sst
N		17	17
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	-.0020222	-.0234010
	Std. Deviation	.04099390	.06786379
Most Extreme Differences	Absolute	.163	.172
	Positive	.163	.126
	Negative	-.107	-.172
Kolmogorov-Smirnov Z		.671	.711
Asymp. Sig. (2-tailed)		.758	.693

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Dari Uji Normalitas menggunakan Uji *Kolmogorov-Smirnov* pada table 4.5 di atas, menunjukkan bahwa data *abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman merger dan akuisisi memperoleh *Asymp. Sig. (2 tailed)* masing-masing sebesar 0,758 dan 0,693. Hal ini berarti bahwa *Sig. abnormal return* sebelum dan setelah merger dan akuisisi lebih besar dari 0,005 ($0,758 > 0,005$ dan $0,693 > 0,005$) yang menunjukkan bahwa data berdistribusi normal. Sehingga pengujian hipotesis dapat menggunakan uji parametrik yaitu Uji *Paired Sample T-Test*.

c. Uji *Paired Sample T Test*

Uji *Paired Sample T Test* digunakan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan yang signifikan *abnormal retrun* sebelum dan

setelah pengumuman merger dan akuisisi. Hasil dari pengujian ini dapat dilihat pada table 4.6 berikut.

Tabel 4.6
Uji Paired Sample T Test

Paired Samples Test

	Paired Differences					T	Df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair Sebelum 1 – Setelah	.0213788 4	.0678776 3	.01646274	-.01352062	.05627830	1.299	16	.212

Sumber: SPSS 17 diolah tahun 2016

Hasil uji *Paired Sample t test* pada tabel 4.6 diperoleh nilai t_{hitung} sebesar 1,299, sedangkan besar t_{tabel} dengan taraf signifikansi 5% (uji dua sisi) dan derajat kebebasan (df) $n-1 = 16$ diperoleh t_{tabel} sebesar 2.11991. Berdasarkan hasil tersebut maka t_{hitung} lebih kecil dari pada t_{tabel} dan nilai signifikansi $> 0,005$ ($0,212 > 0,005$), sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima dan H_a ditolak, artinya tidak ada perbedaan abnormal return yang signifikan sebelum dan setelah pengumuman merger dan akuisisi.

2. Pembahasan

a. Perbedaan *Abnormal Return* Saham Sebelum dan Setelah Pengumuman Merger dan Akuisisi

Merger dan akuisisi merupakan salah satu strategi restrukturisasi perusahaan. Pada konsep keuangan korporat, ada banyak motif dan alasan perusahaan memutuskan untuk menempuh

strategi merger dan akuisisi, antara lain untuk menghasilkan lebih banyak keuntungan (*profit*) dan untuk meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham, baik melalui deviden yang dibagikan maupun melalui harga saham yang meningkat begitu pula dengan return sahamnya.¹⁰⁸

Pengumuman merger dan akuisisi dapat mempengaruhi harga saham baik perusahaan pengakuisisi (akuisitor) maupun perusahaan target. Perubahan harga saham perusahaan mengindikasikan besarnya tingkat return yang diperoleh pemegang saham sebagai dampak dari pengumuman merger dan akuisisi. Adapun hasil dari penelitian ini terkait dampak pengumuman merger dan akuisisi terhadap return saham syariah pada perusahaan akuisitor yang diukur menggunakan *abnormal return*.

Berdasarkan hasil perhitungan *abnormal return*, menunjukkan adanya perbedaan dari 17 sampel yang diujikan. Sebanyak 8 perusahaan seperti EMTK, KLBF, SUGI, COWL, TLKM, EXCL, PTPP serta DSSA mengalami kenaikan. Hal ini berarti pengumuman merger dan akuisisi memberikan dampak reaksi positif terhadap return saham. Penurunan tingkat *abnormal return* terjadi pada 9 perusahaan lain, seperti MBSS, TURI, AUTO, SIMP, AISA, SIDO, MDLN, ANJT dan MYRX yang menunjukkan tingkat *abnormal return* negatif. Sedangkan pada besarnya nilai rata-rata *abnormal return*,

¹⁰⁸ Kamaludin, dkk., *Restrukturisasi Merger dan Akuisisi*. Op.Cit. hlm. 1

menunjukkan *mean* sebelum dan setelah pengumuman, masing-masing sebesar -0.0020222 dan -0.023401 atau terjadi penurunan return sebesar 2,13%. Penurunan tingkat *abnormal return* yang diterima perusahaan ini disebabkan oleh reaksi negatif yang ditunjukkan oleh pasar atau investor, artinya pengumuman merger dan akuisisi memberikan dampak yang negatif terhadap return saham perusahaan akuisitor.

Sedangkan berdasarkan hasil pengujian dan perhitungan statistik yang diolah menggunakan SPSS 17, didapatkan bahwa hasil uji beda dengan *Paired Sample T Test* sebelum dan setelah pengumuman merger dan akuisisi diperoleh hasil signifikansi sebesar 0,212. Sesuai dengan kaidah penelitian, karena diperoleh signifikansi $> 0,05$ ($0,212 > 0,05$), sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima sedangkan H_a ditolak. Artinya bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman merger dan akuisisi.

Hasil penelitian ini sesuai dan konsisten dengan beberapa penelitian yang memiliki kesimpulan sama, yaitu tidak adanya perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada perusahaan akuisitor sebelum dan setelah pengumuman merger dan akuisisi. Pada penelitian Rahadiani Wiriastari tentang “Analisis Dampak Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Return Saham Perusahaan Akuisitor yang Terdaftar DI BEI tahun 2004-2008”. Hasil

penelitian ini menunjukkan kecilnya pengaruh signifikan atau tidak ada perbedaan yang signifikan *abnormal return* pada 20 hari sebelum dan 20 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi. Hal ini disebabkan periode yang terlalu pendek sehingga terdapat kebocoran informasi.

Penelitian lainnya yang mendukung penelitian ini adalah penelitian Putri Novaliza dan Djajanti (2013) tentang “Analisis Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia”. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa tidak ada perubahan secara signifikan dari kinerja dan return saham perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Penelitian Vally Auqie tentang “Dampak Merger dan Akuisisi Terhadap *Abnormal Return* dan Kinerja Keuangan *Bidder Firm* di Sekitar Tanggal Pengumuman” menyimpulkan bahwa tidak ada dampak signifikan yang diterima oleh pemegang saham *bidder firm* baik dilihat dari efisiensi pasar maupun kinerja keuangan.

Tidak adanya perbedaan *abnormal return* yang signifikan ini disebabkan oleh bentuk efisiensi pasar setengah kuat yang memungkinkan diperolehnya informasi yang belum dipublikasikan oleh pihak internal perusahaan sehingga investor telah mengantisipasi rencana merger dan akuisisi pada jauh sebelum pengumuman resmi yang dikeluarkan. Artinya telah terjadi kebocoran informasi terlebih dahulu sebelum merger dan akuisisi dilakukan oleh perusahaan,

sehingga investor telah mengantisipasi rencana merger dan akuisisi pada jauh sebelum pengumuman resmi dikeluarkan. Kondisi seperti ini memungkinkan investor menerima kerugian jika transaksi merger dan akuisisi gagal dilakukan oleh perusahaan. Hal ini karena investor tidak menunggu hingga informasi resmi dikeluarkan oleh perusahaan.

b. Perspektif Ekonomi Islam Terhadap Pengumuman Merger dan Akuisisi pada Perusahaan Publik

Islam merupakan agama yang sempurna, mengatur semua aspek kehidupan yang berlandaskan al-Quran dan al-Hadist, baik dalam urusan ibadah maupun muamalah. Dalam muamalah, kegiatan ekonomi seperti bisnis juga dibahas secara rinci. Hal ini dilakukan agar seluruh kegiatan antar manusia khususnya dalam bidang perekonomian dapat menciptakan kondisi yang baik dalam rangka mewujudkan kemaslahatan dengan memperhatikan hukum Islam.

Sebagai salah satu bentuk dari perkongsian atau *syirkah*, aktivitas merger dan akuisisi harus memiliki prinsip dasar dalam pelaksanaannya. Seperti halnya aktivitas perekonomian yang lain, merger dan akuisisi juga harus memperhatikan prinsip-prinsip, seperti prinsip transparansi, akuntabilitas, pertanggungjawaban, independensi dan keadilan.

Salah satu prinsip yang harus dipenuhi dalam aktivitas merger dan akuisisi adalah prinsip keterbukaan atau transparansi. Prinsip dasar transparansi berhubungan dengan kualitas informasi yang

disajikan oleh perusahaan. Kepercayaan investor akan sangat tergantung dengan kualitas informasi yang disampaikan perusahaan. Oleh karena itu perusahaan dituntut untuk menyediakan informasi yang jelas, akurat, tepat waktu dan dapat dibandingkan dengan indikator-indikator yang sarna. Dengan kata lain prinsip transparansi ini menghendaki adanya keterbukaan dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan dan keterbukaan dalam penyajian informasi yang dimiliki perusahaan.

Prinsip transparansi dalam Islam sangat dianjurkan karena transparansi mencerminkan sikap kejujuran. Artinya manajemen perusahaan telah jujur dalam hal menyampaikan informasi terkait aktivitas merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan. Dalam Islam, sifat jujur atau dapat dipercaya merupakan sifat terpuji yang patut dicontoh dari sosok Rasulullah SAW. Sebagai Nabi dan Rasul yang diutus oleh Allah swt. untuk menyampaikan petunjuk dari Allah kepada manusia tentang bagaimana hidup yang baik dan benar di dunia, Nabi Muhammad SAW memiliki sifat-sifat utama yang harus diteladani oleh umatnya. Salah satu sifat yang wajib diteladani adalah sifat *Shiddiq* yang dapat diartikan benar atau jujur.

Secara singkat, dalam bahasa mutakhir, *shiddq* adalah kejujuran dalam menerima, mengolah, dan menyampaikan informasi. Lawan dari *shiddiq* ialah *kidzb* yang berarti dusta. Sehingga perusahaan yang tidak melakukan pengumuman atas aktivitas merger

dan akuisisi yang dilakukan perusahaan kepada otoritas dan publik merupakan salah satu bentuk dusta. Rasulullah SAW bersabda dalam sebuah hadist:

عَنْ عَبْدِ اللَّهِ بْنِ مَسْعُودٍ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُ قَالَ : قَالَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ : عَلَيْكُمْ بِالصِّدْقِ ، فَإِنَّ الصِّدْقَ يَهْدِي إِلَى الْبِرِّ ، وَإِنَّ الْبِرَّ يَهْدِي إِلَى الْجَنَّةِ ، وَمَا يَزَالُ الرَّجُلُ يَصْدُقُ وَيَتَحَرَّى الصِّدْقَ حَتَّى يُكْتَبَ عِنْدَ اللَّهِ صِدِّيقًا ، وَإِيَّاكُمْ وَالْكَذِبَ ، فَإِنَّ الْكَذِبَ يَهْدِي إِلَى الْفُجُورِ ، وَإِنَّ الْفُجُورَ يَهْدِي إِلَى النَّارِ ، وَمَا يَزَالُ الرَّجُلُ يَكْذِبُ وَيَتَحَرَّى الْكَذِبَ حَتَّى يُكْتَبَ عِنْدَ اللَّهِ كَذَّابًا

Dari ‘Abdullâh bin Mas’ûd Radhiyallahu anhu, ia berkata: “Rasûlullâh Shallallahu ‘alaihi wa sallam bersabda, ‘Hendaklah kalian selalu berlaku jujur, karena kejujuran membawa kepada kebaikan, dan kebaikan mengantarkan seseorang ke Surga. Dan apabila seorang selalu berlaku jujur dan tetap memilih jujur, maka akan dicatat di sisi Allâh sebagai orang yang jujur. Dan jauhilah oleh kalian berbuat dusta, karena dusta membawa seseorang kepada kejahatan, dan kejahatan mengantarkan seseorang ke Neraka. Dan jika seseorang senantiasa berdusta dan memilih kedustaan maka akan dicatat di sisi Allâh sebagai pendusta (pembongkaran). HR Ahmad (I/384).

Kejujuran merupakan sesuatu hal yang mahal dan lawan daripada kejujuran adalah penipuan. Dalam dunia bisnis pada umumnya, kadang sulit sekali untuk mendapatkan kejujuran. Oleh karena itu kejujuran sangat penting dalam melakukan berbagai kegiatan dalam kehidupan untuk memperoleh hasil yang maksimal. Prinsip transparansi tidak hanya untuk melindungi pemegang saham

minoritas akan tetapi juga bagaimana perusahaan dioperasikan dan bisnis dijalankan sehingga dapat berinteraksi dengan masyarakat luas.

Siddiq atau kejujuran berkaitan dengan sifat *amanah* dan *tabligh*. Amanah adalah mengembalikan hak apa saja kepada pemiliknya, tidak mengambil sesuatu melebihi haknya dan tidak mengurangi hak orang lain, baik berupa harga ataupun yang lainnya. Artinya perusahaan memiliki kewajiban untuk menyampaikan kondisi perusahaan yang sebenarnya, sedangkan pemilik perusahaan (*owner* atau investor) memiliki hak untuk mendapatkan informasi tentang keadaan perusahaannya.

Allah swt. juga telah berfirman dalam al-Quran surat An-Nisa ayat 58, sebagai berikut.

﴿ إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تُؤَدُّوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا ﴾

*Sesungguhnya Allah menyuruh kamu menyampaikan amanat kepada yang berhak menerimanya.....*¹⁰⁹

Pada ayat di atas, Allah swt. secara tegas menyuruh manusia untuk menyampaikan amanat kepada yang berhak menerimanya. Dalam hal dunia bisnis, perusahaan wajib menyampaikan amanat atau informasi kepada yang berhak menerimanya yaitu stakeholder seperti para pemegang saham (investor), pemerintah, maupun kepada masyarakat (publik). Adapun dalam melakukan penyampaian

¹⁰⁹ Departemen Agama RI, *Al-Qur'an Dan Terjemahnya*, Jawa Barat: Diponegoro, 2006, QS an-Nisa (4): 58, hlm. 69.

informasi kepada publik, perusahaan harus memperhatikan beberapa kriteria-kriteria sebagai berikut.

- 1) Aktual, artinya bahwa perusahaan harus menyampaikan informasi sesegera mungkin pada saat merger dan akuisisi dilakukan. Dengan adanya informasi yang aktual akan membuat publik mengetahui kejadian peristiwa dengan cepat dan diharapkan bereaksi dalam pengambilan keputusan.
- 2) Faktual, artinya perusahaan harus jujur dalam menyampaikan informasi yaitu menyampaikan kondisi perusahaan yang sebenarnya, tanpa adanya unsur kebohongan atau dusta.

Rasulallah SAW bersabda dalam sebuah hadits:

“Sesungguhnya kejujuran akan menunjukkan kepada kebaikan, dan kebaikan itu akan menghantarkan kepada surga. Seseorang yang berbuat jujur oleh Allah akan dicatat sebagai orang yang jujur. Dan sesungguhnya bohong itu akan menunjukkan kepada kelaliman, dan kelaliman itu akan menghantarkan ke arah neraka. Seseorang yang terus menerus berbuat bohong akan ditulis oleh Allah sebagai pembohong.” (HR Bukhari dan Muslim)

- 3) Informasi harus lengkap. Kelengkapan informasi menjadi hal yang sangat penting. Informasi yang lengkap berarti memiliki kandungan informasi yang berkualitas, bukan informasi *gharar*.

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi telah mengumumkan baik kepada Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Komisi Pengawas Persaingan Usaha (KPPU) maupun kepada masyarakat/publik. Hal ini sejalan dengan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) No.31/POJK.04/2015

tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik yang merupakan pengganti dari Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal No. Kep-86/PM/1996 tentang Keterbukaan Informasi yang Harus Segera Diumumkan Kepada Publik. Menetapkan bahwa perusahaan publik wajib menyampaikan informasi atau fakta material kepada OJK dan kepada masyarakat/publik sesegera mungkin paling lambat pada akhir hari kerja ke-2 setelah terdapatnya informasi atau fakta material. Adapun informasi yang diumumkan harus memuat tanggal kejadian, jenis informasi, uraian informasi serta dampak kejadian informasi tersebut.

Adapun perusahaan-perusahaan tersebut antara lain: PT Elang Mahkota Teknologi Tbk. (EMTK), PT Mitrabahera Segara Sehati Tbk. (MBSS), PT Tunas Ridean Tbk. (TURI), PT Kalbe Farma Tbk. (KLBF), PT Sugih Energy Tbk. (SUGI), PT Cowell Development Tbk. (COWL), PT Astra Otoparts Tbk. (AUTO), PT Salim Ivomas Pratama Tbk. (SIMP), PT Modernland Realty Tbk. (MDLN), PT XL Axiata Tbk. (EXCL), PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk. (AISA), PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) (TLKM), PT Industri Jamu dan Farmasi Sidomuncul Tbk. (SIDO), PT Austindo Nusantara Jaya Tbk. (ANJT), PT Hanson Internasional Tbk. (MYRX), PT Dian Swastika Sentosa Tbk. (DSSA), dan PT Pembangunan Perumahan (Persero) (PTPP). Ke-17 perusahaan ini merupakan perusahaan publik yang sahamnya sebagian dimiliki oleh masyarakat/publik, maka sudah

seharusnya perusahaan-perusahaan melakukan pemberitahuan kepada public sebagai bentuk keterbukaan informasi atau kejujuran terhadap investor dan publik.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa kewajiban pengumuman merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan sesuai dengan perspektif ekonomi Islam sebagai bentuk transparansi, kejujuran serta tanggung jawab dalam dunia bisnis. Sikap ini dalam Islam disebut *Shiddiq* yang merupakan sifat Rasulullah SAW yang wajib diteladani oleh umat manusia. Hal ini dapat diartikan bahwa pengumuman merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan adalah bentuk kejujuran dalam mengolah dan menyampaikan informasi yang wajib dilakukan sebagai tanggung jawab kepada investor dan publik. Adapun syarat dalam penyampaian informasi antara lain informasi yang disampaikan harus aktual, faktual dan memiliki kelengkapan baik dalam komponen kuantitatif maupun kualitatif.

BAB V

PENUTUP

A. Kesimpulan

Kesimpulan dari hasil penelitian “Analisis Dampak Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap *Abnormal Return* Saham Syariah Dalam Perspektif Ekonomi Islam (Study Pada Perusahaan Akuisitor yang Terdaftar Di Daftar Efek Syariah Tahun 2011-2015)” adalah sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil dari uji beda dua sisi pada uji *Paired Samplet test* dengan taraf signifikansi sebesar $\alpha = 5\%$ (0,005), diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,212. Sedangkan nilai t_{hitung} diperoleh sebesar 1,299 dan nilai t_{tabel} sebesar 2,1199. Sesuai dengan kaidah penelitian, karena diperoleh signifikansi $> 0,05$ ($0,212 > 0,05$) dan nilai t_{hitung} lebih kecil dari pada t_{tabel} , maka dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima sedangkan H_a ditolak. Artinya bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman merger dan akuisisi. Hal ini disebabkan bentuk efisiensi pasar setengah kuat yang memungkinkan diperolehnya informasi yang belum dipublikasikan oleh perusahaan.
2. Pengumuman terkait merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan sesuai dengan prinsip ekonomi Islam dan wajib dilakukan karena pada dasarnya penyampaian informasi didefinisikan sebagai salah satu bentuk transparansi, kejujuran serta tanggung jawab dalam dunia bisnis. Sifat ini merupakan cerminan dari sifat *Siddiq* Rasulullah SAW yaitu benar dan

jujur. Hal ini dapat diartikan bahwa pengumuman merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan adalah bentuk kejujuran dalam mengolah dan menyampaikan informasi yang wajib dilakukan sebagai tanggung jawab kepada investor dan publik. Adapun syarat dalam penyampaian informasi antara lain informasi yang disampaikan harus aktual, faktual dan memiliki kelengkapan baik dalam komponen kuantitatif maupun kualitatif.

B. Saran-saran

1. Bagi investor dan pelaku pasar saham, dengan adanya penelitian ini diharapkan lebih meningkatkan kepekaan dan lebih berhati-hati terhadap informasi yang keluar dari suatu perusahaan. Sehingga dapat memberikan reaksi yang akurat dalam rangka pengambilan keputusan.
2. Bagi perusahaan, diharapkan dapat menyediakan informasi yang aktual, aktual dan lengkap pada setiap melakukan *corporate action* seperti halnya merger dan akuisisi. Sehingga dapat dijadikan bahan investor dan masyarakat dalam pengambilan keputusan.
3. Bagi penelitian selanjutnya, diperlukan analisis yang lebih mendalam dengan memperhatikan jenis merger dan akuisisi yang dilakukan serta memperhatikan penentuan periode estimasinya dan lebih memperbanyak sampel penelitian agar dapat menghasilkan penelitian yang lebih valid.